

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

# BOLETÍN

VOLUMEN LIV, NÚMERO 2

---

ABRIL-JUNIO DE 2008

# CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

## ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2007-2009

*Presidente:* Banco Central de Reserva del Perú

*Miembros:* Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Brasil; Banco Central de Honduras; Banco de Jamaica; Banco de México (permanente); y Banco Central de Venezuela.

## AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

## PERSONAL DIRECTIVO

*Director General*  
Kenneth Coates

*Subdirector General*  
Luiz Barbosa

*Coordinadora Institucional de Capacitación*  
Jimena Carretero Gordon

*Coordinador Institucional de Programas y Reuniones Técnicas de Banca Central*  
Fernando Sánchez Cuadros

*Coordinadora Institucional de Servicios de Información*  
Ana-Laura Sibaja Jiménez

*Coordinador Institucional de Administración y Finanzas*  
Javier Granguillhome Morfin

---

*Boletín* es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango n° 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. Impresa en los talleres de Alejandro Duplancher, Mariano Escobedo n° 114-3B, México, D. F., 11320. 400 ejemplares. ISSN 0186 7229.

# CEMLA BOLETÍN

## ÍNDICE

57 **Nota editorial**

59 **Los efectos de la crisis del *subprime* en los mercados emergentes**

José Sidaoui Dib

64 **La revolución de las microfinanzas: una visión general**

Rajdeep Sengupta  
Craig P. Aubuchon

84 **Descomposición de los tipos de interés nominales en España durante la convergencia hacia la Unión Monetaria**

Ricardo Gimeno  
José Manuel Marqués Sevillano

90 **Presentación e información sobre instrumentos financieros**

Ana Belén Tobaruela de Blas

107 **Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA**

111 **Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2008**

---

*Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.*

VOLUMEN LIV

NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2008

---

## *Nota editorial*

*En el primer artículo de este número “Los efectos de la crisis del subprime en los mercados emergentes”, escrito por José Sidaoui Dib, Subgobernador del Banco de México, presentamos otro aspecto alrededor de la crisis financiera producida por la caída del mercado hipotecario estadounidense con lo cual esperamos contribuir al análisis y el debate en nuestra región.*

*El Subgobernador Sidaoui, nos ofrece un panorama interesante. A diferencia del pasado, aún cuando falta tiempo para conocer con claridad los alcances de esta crisis del subprime, los mercados emergentes al parecer están mostrando mayor fortaleza y capacidad para mitigar los efectos negativos sobre sus economías ahora que ante crisis financieras externas anteriores. Algunas de las razones que sustentan esta mayor fortaleza son la concentración de la banca en sus propios mercados y por lo tanto una menor exposición a activos del mercado subprime estadounidense; fundamentos económicos más sólidos (avances considerables en el manejo de la política económica); y, mejoras en la regulación y supervisión del sistema financiero que han permitido una importante expansión del crédito pero con un mejor control de riesgos, entre otras. El Subgobernador también presenta un recuento de los efectos de esta crisis específicamente sobre México, donde destaca como ha reaccionado esta economía pero también señala riesgos persistentes. Finalmente, nos expone cuáles podrían ser algunos retos a futuro para las economías emergentes.*

*Luego, Ranjdeep Sengupta y Craig P. Aubuchon, del Federal Reserve Bank of St. Louis, nos presentan el caso del Banco Grameen y la trayectoria de Muhammad Yunus, su fundador, en “La revolución de las microfinanzas: una visión general”. Sengupta y Aubuchon. Sin embargo, no se quedan en el caso del microcrédito y las microfinanzas en Bangladesh, sino que nos ofrecen un recuento completo acerca de este tema alrededor del mundo. Nos comentan acerca de su evolución, estado actual, desafíos y retos pendientes, así como porqué observamos más éxito en algunos países que*

*en otros, según las condiciones propias del país y el enfoque seguido tanto por los promotores de las microfinanzas como por los formuladores de política.*

*Ricardo Gimeno y José Manuel Marqués Sevillano, del Banco de España, en su artículo “Descomposición de los tipos de interés nominales en España durante la convergencia hacia la Unión Monetaria” nos presentan varios métodos para extraer del tipo de interés nominal tres elementos que no se observan directamente, pero que, sin embargo, resultan útiles para los objetivos del banco central: el tipo de interés real, las expectativas medias de inflación y una prima de riesgo. El contexto de su ejercicio es el proceso de convergencia, 1990-1998, luego de que España se adhirió en 1989 al Sistema Monetario Europeo.*

*Finalmente, Ana Belén Tobaruela de Blas, responsable de la Unidad de Estados Financieros y Operaciones con el Sistema Europeo de Bancos Centrales, del Banco de España, nos expone acerca de la importancia de la información sobre instrumentos financieros, y compara la normativa aplicable a los estados financieros de los bancos centrales, en particular del Euro-sistema, según el Federal Accounting Standard Board, el International Accounting Standard Board, y las normas del Eurosistema.*

*Los invitamos a leer estos artículos, así como a revisar la lista actualizada de las Autoridades de los Bancos Centrales de América Latina y el Caribe, y de otras instituciones asociadas a CEMLA. Al final encontrarán un resumen de las actividades realizadas por CEMLA en los últimos meses.*

# Los efectos de la crisis del *subprime* en los mercados emergentes\*

José Sidaoui Dib

## I. Introducción

La crisis del *subprime* surgida en Estados Unidos ha traído consecuencias adversas en un gran número de países. Los impactos negativos van desde pérdidas financieras en sus sistemas bancarios, hasta efectos en la actividad económica. Sin embargo, los mercados emergentes (EMES) en esta ocasión han mostrado mayor fortaleza frente a una crisis externa.

Este artículo pretende explicar las razones por las que, hasta ahora, estas economías han respondido mejor que en el pasado, además de identificar algunos de los riesgos potenciales. El artículo está organizado de la siguiente manera. La segunda sección se concentra en explicar las condiciones que permitieron a las economías emergentes sortear la crisis en mejores condiciones. En la tercera sección se analiza con mayor detalle la experiencia de México y se enfoca en el mercado de tipo de cambio, de dinero, el sector bancario, el crédito al sector privado y las condiciones de financiamiento a las empresas. La cuarta sección discute los retos para las economías emergentes derivados de la presente crisis.

## II. Los mercados emergentes ante la crisis *subprime*

Los bancos en los países emergentes generalmente gozan de mayores beneficios y oportunidades de

ganancia que sus contrapartes en mercados maduros. Estos mayores beneficios han permitido que los bancos establecidos en los países emergentes se concentren en sus propios mercados y no procuren optimizar su rentabilidad a través de inversiones en valores en el exterior.<sup>1</sup>

Además, los bancos globales tienden a concentrar sus negocios y, por ende, el riesgo de sus subsidiarias, en los mercados donde se encuentran establecidas. Esta política de administración de riesgos previno que muchos bancos de mercados emergentes, subsidiarios de bancos extranjeros, invirtieran en riesgos relacionados al *subprime*. Así, la presencia dominante de bancos del exterior en América Latina, Europa del Este y países Bálticos explica, en parte, la baja exposición de los bancos establecidos en estas regiones a activos ligados al mercado *subprime* estadounidense.

La menor vulnerabilidad de Latinoamérica al contagio global puede también ser explicada porque los llamados “fundamentos económicos” son más sólidos. Entre los avances pueden mencionarse:

- Los logros alcanzados en sus políticas fiscal, monetaria y cambiaria.
- i) La deuda externa ha disminuido debido a una política fiscal disciplinada, reduciendo la necesidad de financiamiento denominado en moneda extranjera.
- ii) Se han logrado anclar las expectativas de inflación gracias a la adopción de un régimen de objetivos de inflación y una política monetaria restrictiva.

\* Publica el CEMLA, con la debida autorización, la presentación de J. Sidaoui Dib, Subgobernador, del Banco de México, en la LXXXV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, auspiciada por el Banco de Canadá y el CEMLA, celebrada en Ottawa, Canadá, el 9 de mayo de 2008.

<sup>1</sup> Por ejemplo, el retorno sobre el capital (ROE) de los bancos estadounidenses en 2006 fue alrededor de 13%, mientras que en México fue 27%, en Chile 20.9% y en India 17.9%.

iii) La flexibilidad del tipo de cambio ha ayudado a absorber los choques externos, particularmente los asociados a balanza de pagos.

iv) La acumulación de reservas internacionales ha mitigado los riesgos que surgen por posibles fluctuaciones de la demanda externa por activos financieros de los países emergentes.

– El desarrollo de los mercados de deuda local a largo plazo, así como de derivados han reducido la exposición a riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés.

– Los inversionistas extranjeros aún representan una parte importante de la demanda de bonos domésticos. Sin embargo, las reformas de pensiones que han migrado de sistemas de reparto intergeneracional hacia sistemas de cuentas individuales han llevado a la creación de fondos de pensiones con horizontes de inversión de largo plazo. Dichos fondos representan una demanda estable para las emisiones de largo plazo en moneda local.

– Mejoras en la regulación y supervisión del sistema financiero permitieron la expansión del crédito y dieron más capacidad para medir y controlar los riesgos. En este proceso, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial jugaron un papel importante al conducir programas de evaluación del sistema financiero (FSAPs, por sus siglas en inglés).

– La mejora en las condiciones económicas de estos países ha sido posible también, en cierta medida, gracias a los altos precios de los bienes primarios.

Históricamente, los flujos de capital han sido una importante fuente de financiamiento de los déficit fiscal y de cuenta corriente. Sin embargo, los altos precios de los bienes primarios han permitido una mejora del balance fiscal y en cuenta corriente en Latinoamérica.

Lo anterior contrasta con otros mercados emergentes. Aquellos países con importantes déficit de cuenta corriente son los más expuestos a un deterioro adicional del apetito por riesgo global (por ejemplo, Europa del Este, Turquía, Sudáfrica).

– Los altos precios de los bienes primarios han promovido también inversión extranjera para desarrollar mayor producción de dichos bienes en mercados emergentes. Como ejemplo, te-

nomos a la industria minera en México y Perú, y al sector energético en Brasil.

### III. Efectos de la crisis en México

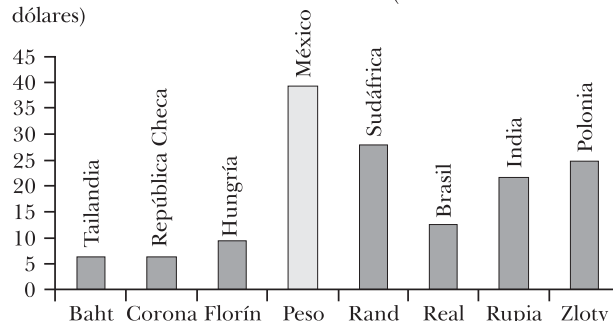
Esta sección describe la forma en que han reaccionado los mercados financieros en México a la turbulencia financiera, así como algunos riesgos que se han identificado.

#### 1) Mercado del tipo de cambio

México disfruta de uno de los mercados de divisas más líquidos entre los mercados emergentes (véase gráfica I).

Incluso durante los períodos de turbulencia de los dos últimos años, el volumen de operaciones del mercado cambiario mexicano se mantuvo sin cambios significativos.

**GRÁFICA I.** PROMEDIO DIARIO DEL VOLUMEN AL CONTADO DE MONEDAS EMERGENTES (en miles de millones de dólares)



FUENTE: BIS. Encuesta Trienal de Actividad en el Mercado Cambiario y de Derivados.

Las características del mercado peso-dólar, como son el alto volumen de transacciones, la participación activa de entidades del exterior y la absoluta transparencia y predictibilidad en cuanto a las intervenciones del banco central, han contribuido a mantener un tipo de cambio estable y con una baja volatilidad. Lo anterior contrasta con el aumento en la volatilidad de los tipos de cambio de otros países, tanto emergentes como desarrollados (véase gráfica II).

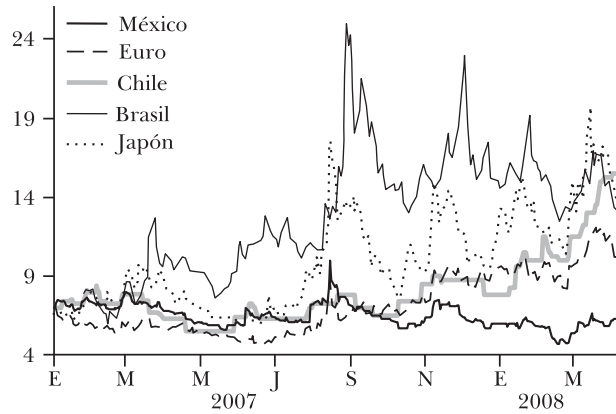
#### 2) Mercado de dinero y bonos

Los mercados de dinero y bonos en México se han mantenido muy estables durante los períodos de estrés en países desarrollados, y sin cambios significativos en el volumen y la volatilidad.

Como ejemplo, se puede observar la estabilidad en el volumen de operaciones de *swaps* de tasa de interés (véase gráfica III).

Dicha estabilidad se basa en un mercado robusto, donde operan grupos de inversionistas con diferente grado de aversión al riesgo.

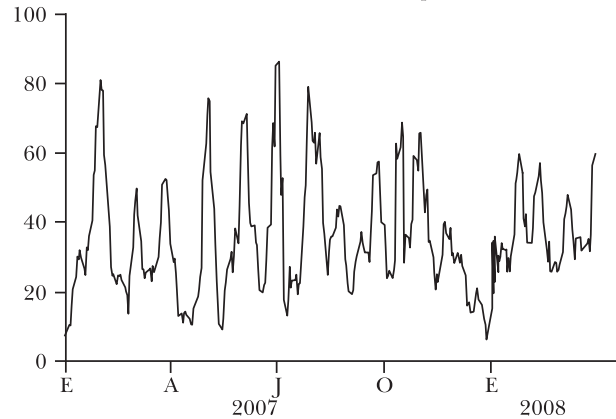
**GRÁFICA II. VOLATILIDAD IMPLÍCITA A UN MES DEL TIPO DE CAMBIO, 2007-2008 (en porcentajes)**



FUENTE: UBS.

Inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones nacionales, han jugado un papel importante en mantener una baja volatilidad en el mercado de deuda gubernamental (véase gráfica IV).

**GRÁFICA III. SWAPS DE TASA DE INTERÉS (VOLUMEN DIARIO), 2007-2008 (en miles de millones de pesos)**



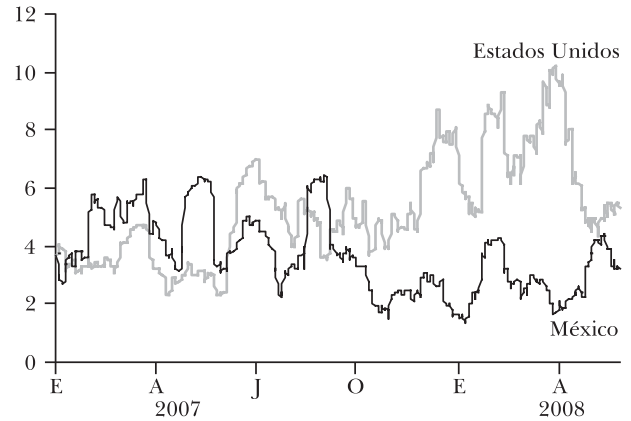
FUENTE: Bloomberg.

Se espera un continuo crecimiento de los fondos de pensiones como consecuencia de una creciente captación de las contribuciones para el retiro de los trabajadores y de la entrada en operación en el segundo semestre de 2008 del nuevo sistema de pensiones individuales del sector público.

### 3) Sistema bancario

Otro de los elementos que ha limitado el contagio de la crisis del *subprime* en nuestro país es la solidez de la banca múltiple.

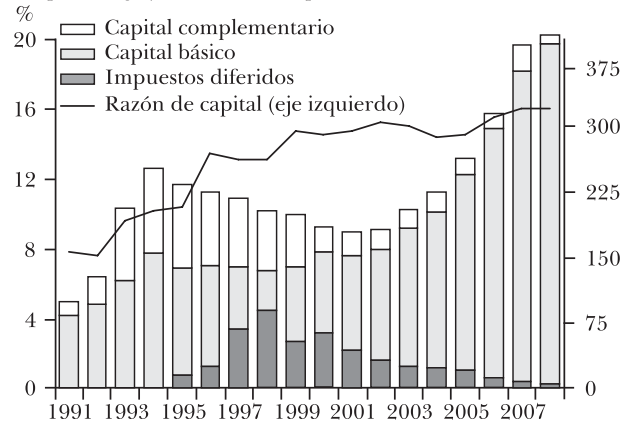
**GRÁFICA IV. VOLATILIDAD BONO A 10 AÑOS (PUNTOS BASE, DESVIACIÓN ESTÁNDAR 20 DÍAS), 2007-2008**



FUENTE: Banco de México.

Los índices de capitalización, así como la composición del capital de la banca han mejorado notablemente durante la última década. Después de la crisis bancaria mexicana, los bancos operaron con bajos niveles de capital e incluso los impuestos diferidos llegaron a representar una proporción significativa del capital regulatorio (véase gráfica V).

**GRÁFICA V. CAPITAL DEL SISTEMA BANCARIO, 1991-2008 (en porcentaje y en millones de pesos de 2007)**



FUENTE: Banco de México.

Esta laxitud regulatoria impidió que la banca volviera a proveer financiamiento al sector privado.

El endurecimiento en la regulación de capital fue gradualmente introducido comenzando en 1999. Las consecuencias de reglas de capital más estrictas fueron:

- la entrada de inversión extranjera en los bancos mexicanos más grandes, y
- la reactivación del crédito al sector privado.

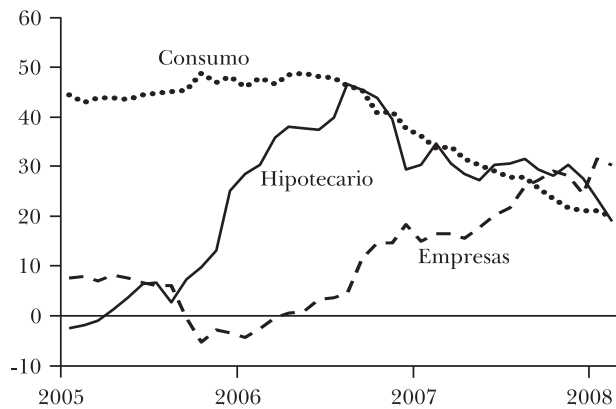
### 4) Crédito al sector privado

La recapitalización de la banca ha permitido

una expansión importante del crédito al sector privado en años recientes.

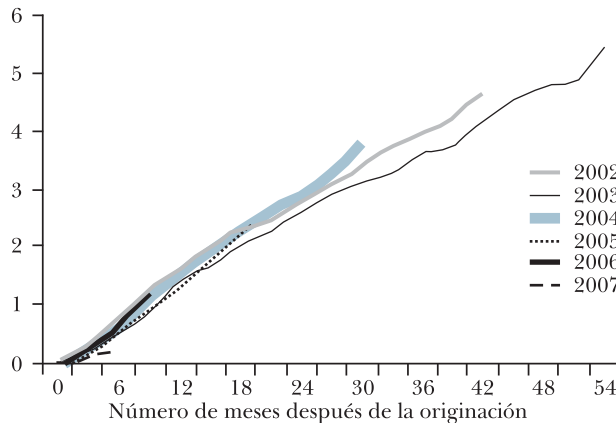
A medida que el crédito alcanza a sus clientes potenciales previamente desatendidos, su tasa de crecimiento se modera. En México, mientras que el crédito al consumo e hipotecario muestran una ligera desaceleración, el crédito a las empresas mantiene un crecimiento más dinámico. Las tasas reales de crecimiento del crédito han disminuido pero se mantienen en números de dos cifras (véase gráfica VI), lo que indica un vigoroso patrón de crédito.

**GRÁFICA VI. CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO, (CAMBIO PORCENTUAL ANUAL), 2005-2008**



Los índices de morosidad en créditos hipotecarios no se han deteriorado. Las originaciones de créditos bancarios a la vivienda de 2006 y 2007 no muestran cambios en los criterios de originación de los bancos (véase gráfica VII).

**GRÁFICA VII. PRÉSTAMOS DE LA BANCA A LA VIVIENDA POR COSECHA (PORCENTAJE DE CRÉDITOS EN SUSPENSIÓN DE PAGOS EN CADA COSECHA), 2002-2007**



FUENTE: Banco de México.

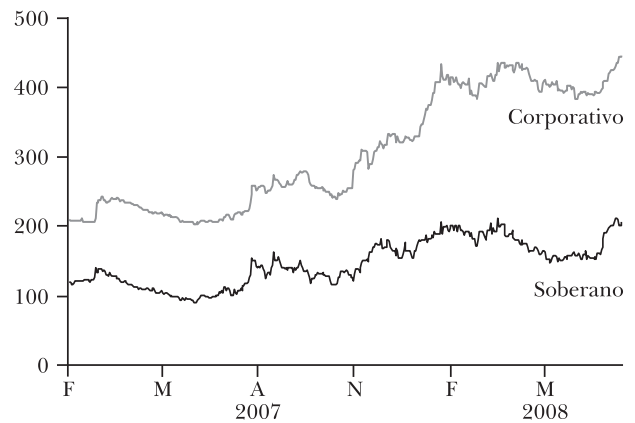
### 5) Riesgos potenciales de contagio

A pesar del buen desenvolvimiento de la economía, existen riesgos importantes de contagio.

Uno de los mercados donde se puede constatar esto ha sido en el de financiamiento externo.

El financiamiento extranjero para emisores mexicanos (gobierno y empresas) se ha encarecido (véase gráfica VIII).

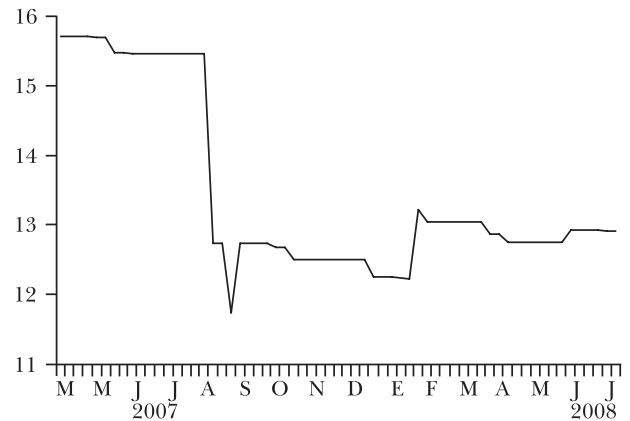
**GRÁFICA VIII. DIFERENCIAL DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS CORPORATIVOS RESPECTO A LOS BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS, 2007-2008 (puntos base)**



FUENTES: JP Morgan y Bloomberg.

En este contexto algunas empresas mexicanas han sustituido financiamiento externo por interno (véase gráfica IX).

**GRÁFICA IX. SALDO DE LOS VALORES EMITIDOS POR EMPRESAS PRIVADAS EN EL EXTERIOR, 2007-2008 (en miles de millones de dólares)**



FUENTE: Banamex.

Además, instituciones financieras internacionales también han buscado recursos en los mercados financieros mexicanos.

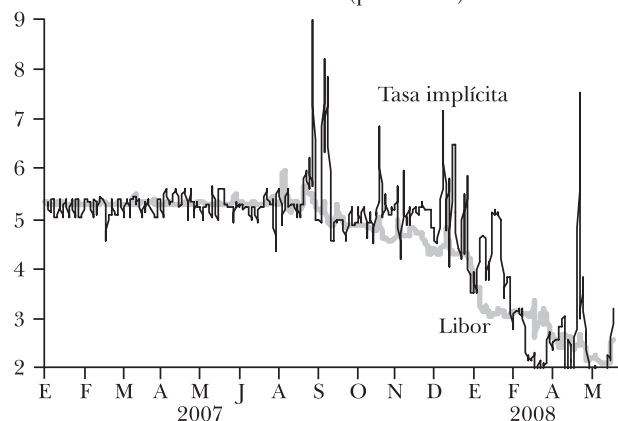
El mercado interbancario mexicano no ha enfrentado problemas de fondeo en pesos. Sin embargo, su fondeo en dólares refleja las presiones observadas en los mercados financieros internacionales.

Los bancos mexicanos usualmente se fondean en dólares con *swaps* de corto plazo. La tasa de interés



implícita en dólares en *swaps* peso-dólar a 24 horas es un buen indicador del costo de fondeo en dólares de los bancos mexicanos. El comportamiento de la tasa implícita ha reflejado presiones sobre la liquidez en mercados interbancarios desarrollados (véase gráfica X).

**GRÁFICA X. LIBOR EN DÓLARES Y TASA IMPLÍCITA EN SWAPS PESO-DÓLAR A UN DÍA (por ciento)**



FUENTE: Banco de México.

Otro de los riesgos al que las autoridades financieras deben estar atentas durante períodos de estrés es la posible transferencia de riesgos entre unidades de negocios de las instituciones financieras.

En México, algunas subsidiarias de grandes bancos internacionales incrementaron los depósitos y préstamos a sus matrices.

#### IV. Retos a futuro

El FMI ha estimado las pérdidas potenciales relacionadas con el sector hipotecario *subprime* en alrededor de 925 mil millones de dólares, de las cuales, aproximadamente la mitad serán asumidas por los bancos. Estas estimaciones aún están sujetas a ciertas evaluaciones e incertidumbre.

Hasta ahora, las pérdidas reconocidas por los bancos, derivadas de la crisis *subprime* han alcanzado 399 mil millones de dólares. De materializarse mayores pérdidas, la fortaleza de que disfrutaban las economías emergentes será puesta a prueba.

Existen otros factores de riesgo. Por ejemplo, una mayor caída en los precios de las casas en Estados Unidos y un mayor deterioro del entorno macroeconómico, podrían llevar a un aumento en las tasas de morosidad, en incumplimientos y en las pérdidas. Por el contrario, estímulos fiscales, relajamiento de la política monetaria y modificaciones a los criterios de otorgamiento de créditos podrían disminuir las mencionadas tasas.

La experiencia de muchos países, incluyendo la de México, indica que un aumento de la oferta de vivienda provocado, entre otros factores, por un embargo de las propiedades por parte de los bancos puede llevar a un mayor deterioro del mercado de bienes raíces: el precio de las propiedades puede continuar su descenso y las tasas de morosidad su ascenso. No es sorpresa que el gobierno de Estados Unidos haya anunciado medidas para ayudar a que los deudores continúen realizando sus pagos.

Al final del día, las estimaciones sobre las pérdidas dependerán de la calidad de la información divulgada sobre las exposiciones al *subprime*.

#### ¿Qué sigue?

La rapidez con la que las pérdidas sean reconocidas determinará la necesidad de capital por parte de las instituciones financieras. Una rápida restauración del capital de los bancos podría llevar a una recuperación *a la escandinava*. Sin embargo, si la velocidad de resolución del problema bancario es lenta, la crisis podría asemejarse más a la crisis bancaria japonesa.

Los países del G-7 han aceptado las recomendaciones del Foro de Estabilidad Financiera, presionando con ello a un rápido reconocimiento de pérdidas. Además, han solicitado a organismos internacionales mejorar los procedimientos contables y de divulgación respecto a vehículos de inversión fuera de balance e instrumentos con baja liquidez.

De acuerdo con dichos lineamientos, se espera que en los siguientes meses los bancos internacionales anuncien mayores pérdidas, y los estados financieros podrían revelar posiciones más débiles.

Sin embargo, información precisa sobre las pérdidas y la exposición podrían reducir la incertidumbre en los mercados y evitar un mayor deterioro del canal crediticio.

Al mismo tiempo, algunos grandes bancos internacionales y otros bancos que han anunciado pérdidas asociadas al sector hipotecario *subprime*, también han anunciado medidas de recapitalización.

Nadie sabe el tamaño que tendrán las pérdidas. Lo que se sabe es que algunos bancos globales están endureciendo los estándares de originación.

En este escenario, las subsidiarias de grandes bancos globales en economías emergentes podrían verse en la necesidad de ajustar sus estrategias y concentrarse en aquellos proyectos con retornos que compensen por los riesgos incurridos, tomando en cuenta que el costo del capital para estos bancos ha aumentado. A lo largo de este proceso, algunos países resultarían ganadores de los acomodados de capital, mientras que otros no.

# La revolución de las microfinanzas: una visión general\*

*Rajdeep Sengupta  
Craig P. Aubuchon*

## I. Introducción

En el 2006, el Banco Grameen y su fundador Muhammad Yunus fueron galardonados con el Premio Nobel de la Paz por sus esfuerzos para reducir la pobreza en Bangladesh. Mediante la provisión de préstamos pequeños a los extremadamente pobres, el Banco Grameen ofrece a sus beneficiarios la oportunidad de transformarse en emprendedores y de obtener ingresos lo suficientemente altos para liberarse del ciclo de la pobreza. Los esfuerzos pioneros de Yunus han conducido a una atención renovada sobre el campo de las microfinanzas como un instrumento para eliminar la pobreza; y, desde 1976 cuando fue el primero en prestar USD 27 a 42 fabricantes de taburetes, el Banco Grameen ha crecido para incluir a más de 5.5 millones de miembros con más de USD 5.2 mil millones en préstamos dispersos. Dado que las instituciones de microfinanzas continúan creciendo y expandiéndose, en ambos mundos, en desarrollo y desarrollado, los activistas sociales y los inversionistas financieros, del mismo modo, han empezado a prestar atención. En este artículo buscamos explicar el auge de las microfinanzas a partir de su nacimiento a inicios de los años ochenta y los mecanismos varios que hacen que las microfinanzas sean un instrumento efectivo en la reducción de la pobreza.<sup>1</sup> También abordamos los problemas

actuales que enfrentan las microfinanzas y las áreas para el crecimiento futuro.

En su sentido más amplio, el microcrédito incluye el acto de proporcionar préstamos de montos pequeños, a menudo de USD 100 o menos, a los pobres y otros prestatarios que han sido ignorados por los bancos comerciales; bajo esta definición, el microcrédito abarca a todos los prestamistas, incluyendo a los participantes formales (tales como cooperativas de crédito especializadas establecidas por el gobierno para la provisión de crédito rural) y aquellos de una variedad más informal (tales como el prestamista del pueblo o hasta usureros). Yunus (2007) argumenta que es importante distinguir el microcrédito en todas sus formas previas a partir de la forma específica de crédito adoptada en el Banco Grameen, la cual la denomina “crédito Grameen”. Yunus argumenta que la “característica más distintiva del crédito Grameen es que no está basado en algún colateral, o contratos exigibles legalmente. Se basa en la “confianza”, no en procedimientos legales y del sistema”. Para propósitos de este artículo y a menos que se mencione de otra manera, nuestro uso del término microcrédito seguirá, para la mayor parte, la caracterización del crédito Grameen de Yunus.

Aunque los términos microcrédito y microfinanzas son usados a menudo indistintamente, es importante reconocer la distinción entre los dos. Como mencionamos antes, el microcrédito se refiere al acto de otorgar el préstamo. Microfinanzas, por otra parte, es el acto de proporcionar servicios financieros a estos mismos prestatarios, tales como servicios de ahorro y pólizas de seguros. En resumen, las microfinanzas engloban el campo del

\* Traduce y publica el CEMLA, con la respectiva autorización, el artículo de R. Sengupta, economista, y C. P. Aubuchon, investigador asociado, ambos del Federal Reserve Bank of St. Louis, originalmente publicado en inglés con el título “The Microfinance Revolution: An Overview”, en *Review* (del Federal Reserve Bank of St. Louis), vol. 90, n° 1, enero-febrero de 2008, pp. 9-30. Los autores agradecen a Subhayu Bandyopadhyay, Patrick Pintus, y George Fortier por sus útiles comentarios y sugerencias. © 2008 The Federal Reserve Bank of St. Louis.

<sup>1</sup> Otras encuestas más técnicas de microfinanzas incluyen

Ghatak y Guinnane (1999), Morduch (1999); y Armendáriz de Aghion y Morduch (2005).

microcrédito. En la actualidad, se estima que en cualquier parte, de 1,000 a 2,500 instituciones de microfinanzas (IMF) sirven a 67.6 millones de clientes en más de 100 diferentes países.<sup>2</sup>

Muchas IMF tienen un mandato dual al proporcionar tanto servicios financieros como sociales, tales como servicios de salud y educación para los más vulnerables. En este sentido, no siempre son percibidas como instituciones financieras maximizadoras de ganancias. Al mismo tiempo, el extraordinario logro de las microfinanzas subyace en el hecho de que algunas de las IMF exitosas informan altas tasas de pago, algunas veces por encima del 95%. Esta tasa demuestra que el préstamo a personas vulnerables, aquellas sin historial de crédito o sin activos que sirvan de garantías, puede ser una empresa financieramente sostenible.

Como es de esperar, la filantropía no es un requisito de las microfinanzas, no todas las IMF son organizaciones sin fines de lucro. Mientras que las IMF tales como el Banco Sol de Bolivia operan con la intención de obtener un beneficio, otras IMF como el Banco Grameen cobran tasas inferiores a las del mercado para promover la equidad social.<sup>3</sup> Como se discutirá más adelante, esta distinción es importante: como la industria de las microfinanzas sigue creciendo y las IMF sirven a una amplia base de clientes, la viabilidad comercial de una IMF es a menudo vista como crucial por su acceso a incorporar más fuentes de financiamiento (retornaremos sobre este y otros interrogantes en la sección “La evidencia de las microfinanzas” de este artículo). La próxima sección ofrece una breve historia del Banco Grameen y una discusión de su principal innovación del grupo de contratos de préstamos; las siguientes secciones describen el estado actual de las microfinanzas y ofrece una revisión de algunas de las percepciones comunes sobre las microfinanzas. La sección final esboza el futuro de las microfinanzas, particularmente en el contexto global de los mercados de capitales.

## II. Una breve historia del Banco Grameen

La historia del Banco Grameen es un punto adecuado para iniciar una discusión sobre el microcrédito y las microfinanzas. Después de obtener un PhD en economía en 1960 y luego de enseñar en

<sup>2</sup> El Microfinanciamiento Information Exchange (MIX) lista perfiles financieros y datos para 973 IMF. La alta estimación de 2,500 proviene de una encuesta efectuada por Microcredit Summit Campaign en el 2002.

<sup>3</sup> Los objetivos sociales del Banco Grameen se resumen en las 16 decisiones en su declaración de misión. La declaración se puede obtener en (<http://grameen-info.org/bank/the16.html>).

los Estados Unidos por unos pocos años, Muhammad Yunus regresó a Bangladesh en 1972. Luego de su independencia de Pakistán en 1971 y dos años de inundaciones, Bangladesh se encontró frente a una hambruna terrible. Para 1974, poco más del 80% de la población estaba viviendo en la mayor miseria (Yunus, 2003). Yunus, entonces profesor de economía en la Universidad de Chittagong en el sudeste de Bangladesh, se desilusionó de la economía: “Nada en las teorías económicas que enseñé reflejó la vida a mi alrededor”. Cómo podría seguir diciendo a mis estudiantes que creyeran historias en nombre de la economía?” (ver Yunus, 2003, p. viii). El se aventuró en el pueblo cercano de Jobra para aprender de los pobres qué es lo que provoca su pobreza. Yunus pronto se dio cuenta de que era su falta de acceso al crédito lo que los mantenía en la pobreza. Por lo tanto, el origen de las *microfinanzas* emergió de su experiencia cuando Yunus prestó USD 27 de su propio dinero a 42 mujeres involucradas en la manufactura de taburetes de bambú.<sup>4</sup>

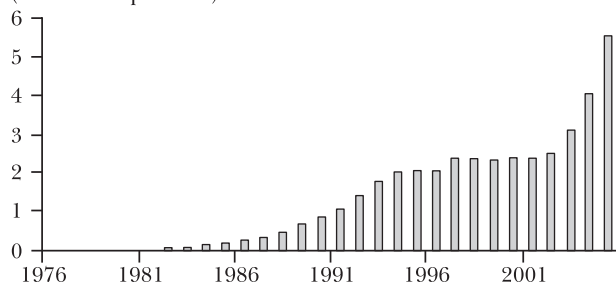
A través de ensayo y error, Yunus estableció un modelo de trabajo y para 1983, bajo un estatuto especial del gobierno de Bangladesh, fundó el Banco Grameen como una institución formal e independiente. Grameen es derivado de la palabra Bengalí *gram*, que significa pueblo; *grameen* significa literalmente “del pueblo”, un nombre apropiado para una institución prestamista que requiere de la cooperación de todos los habitantes de un pueblo. El Banco Grameen tiene como grupo objetivo a los pobres, y su propósito es prestarle principalmente a las mujeres. Desde su concepción, el Banco Grameen ha experimentado altas tasas de crecimiento y ahora tiene más de 5.5 millones de miembros (ver gráfica I), de los cuales, más del 95% son mujeres.<sup>5</sup>

Los préstamos a los campesinos pobres involucran un riesgo crediticio significativo debido a que

<sup>4</sup> Yunus (2003) describe su conversación con Sufiya, un fabricante de taburetes. Ella no tenía dinero para comprar el bambú para sus taburetes. En cambio, ella fue forzada a comprar materia prima y a vender sus taburetes con el mismo intermediario. Después de deducir el interés del préstamo que Sufiya usó para comprar el bambú esa mañana, el prestamista la dejó con una ganancia de sólo 2 centavos para el día. Sufiya era pobre no por la falta de trabajo o habilidades, sino porque carecía del crédito necesario para ser libre del prestamista. Con la ayuda de un estudiante graduado, Yunus encuestó Jobra y encontró otras 41 mujeres como Sufiya. Desilusionado por la pobreza a su alrededor y cuestionando lo que había hecho, Yunus prestó USD 27 a esas 42 mujeres y les dijo que le pagaran cuando pudieran.

<sup>5</sup> El Banco Grameen, informes anuales (de varios años). Los datos pueden revisarse en ([www.grameen-info.org/annual-report/commonElements/htmls/index.html](http://www.grameen-info.org/annual-report/commonElements/htmls/index.html)).

**GRÁFICA I. MEMBRESIA DEL BANCO GRAMEEN, 1976-2001**  
(Millones de personas)



se piensa que los pobres no son sujetos de crédito. Esto es, no tienen las habilidades o la experiencia necesaria para hacer el mejor uso de los fondos prestados. En consecuencia, los bancos principales han negado en su mayoría el acceso al crédito a los pobres. El Banco Grameen ha desafiado décadas de pensamiento y sabiduría recibida sobre el financiamiento a los pobres. Ha demostrado esto de manera exitosa bajo dos formas: En primer lugar, ha mostrado que los hogares pobres pueden beneficiarse de un mayor acceso al crédito y que la provisión de crédito puede ser una herramienta efectiva para aliviar la pobreza. En segundo lugar, se ha probado que las instituciones no necesariamente sufren grandes pérdidas de los préstamos a los pobres. Una pregunta es, no obstante, cómo el Banco Grameen alcanzó el éxito donde muchos otros habían fallado. La respuesta, de acuerdo a la mayoría de los economistas, yace en sus únicos contratos de préstamos grupales, lo cual posibilita al Banco Grameen asegurar el pago sin requerir colateral de los pobres.

### 1) La innovación de los préstamos grupales

El modelo de financiamiento del Banco Grameen puede describirse como sigue: Los prestatarios se organizan en un grupo de cinco y se presentan al Banco. Después de estar de acuerdo con las reglas del Banco, los primeros dos miembros del grupo reciben un préstamo. Si los dos primeros pagan exitosamente sus préstamos, entonces cuatro a seis semanas más tarde, se les ofrece préstamos a los siguientes dos miembros; después de otras cuatro a seis semanas, a la última persona finalmente se le ofrece un préstamo. En tanto, todos los miembros en el grupo pagan sus préstamos, la promesa de crédito futura se amplía. Si cualquiera de los miembros del grupo incumple en un préstamo, entonces a todos los miembros se les niega el crédito futuro. Además, ocho grupos de los prestatarios Grameen se organizan en centros y el pago se recauda durante reuniones públicas. Mientras esto asegura transparencia, aquel prestatario que

incumple queda expuesto ante la comunidad entera, lo cual impone un sentido de vergüenza. En el sector rural de Bangladesh, esta presión social es un desincentivo muy fuerte para incumplir un préstamo. Los préstamos iniciales son pequeños, generalmente inferiores a USD 100, y requieren pagos semanales cuyo monto alcanza una tasa del 10% anual.<sup>6</sup> Pagos semanales dan a los prestatarios y prestamistas el beneficio adicional de descubrir problemas de manera temprana.

El financiamiento grupal, o el contrato de obligación conjunta, es la innovación de financiamiento más celebrada por el Banco Grameen. Las economías de escala motivaron su uso inicialmente; y Yunus más tarde encontró que los beneficios del financiamiento grupal eran múltiples. Bajo un contrato de obligación conjunta, los miembros dentro del grupo (que son típicamente vecinos en la comunidad) pueden ayudar a mitigar los problemas que un prestamista externo podría enfrentar. Los prestamistas externos tales como los bancos y las agencias auspiciadas por el gobierno enfrentan lo que los economistas denominan costos de agencia. Por ejemplo, no pueden asegurar que el dinero prestado sea colocado en su uso más productivo (riesgo moral), no pueden verificar el éxito o fracaso del negocio propuesto (verificación del estado y auditorías muy costosas), y no pueden obligar el pago. No es difícil ver cómo los pares dentro del grupo pueden ayudar a reducir estos costos, particularmente en una situación donde la promesa del crédito futuro depende del pago oportuno de todos los miembros en el grupo. El financiamiento de la obligación conjunta transfiere así estos costos de agencia desde el banco hacia la comunidad de prestatarios, quienes pueden proporcionar los mismos servicios de manera más eficiente.

Pero quizás el problema de agencia más difícil que enfrentan los prestamistas es el de la selección adversa, la determinación del riesgo de crédito potencial del prestatario. La falla del mercado ocurre porque los prestatarios seguros (quienes tienen más probabilidad de pagar) tienen que subsidiar a los prestatarios más riesgosos (quienes tienen más probabilidad de incumplir). Debido a que el banco no puede distinguir un prestatario seguro de uno riesgoso, tiene que cobrar la misma tasa a todos los prestatarios. La tasa depende de la mezcla de los prestatarios seguros y riesgosos en la población. Cuando la proporción de los prestatarios riesgosos es lo suficientemente grande, el subsidio requerido (para el prestamista de incumplir aún ante todos

<sup>6</sup> Ver [www.grameen-info.org/bank/GBGlance.htm](http://www.grameen-info.org/bank/GBGlance.htm). Otras fuentes colocan las tasas anuales cobradas por las IMF en alrededor del 30 al 60%.

los prestatarios) es tan alto que el prestamista tiene que cobrar a todos los prestatarios una tasa significativamente alta. Si las tasas son lo suficientemente altas, los prestatarios seguros probablemente no aplicarán a un crédito, y por consiguiente afectan adversamente a la composición del consorcio de prestatarios. En casos extremos, esto pudo conducir al fracaso del mercado, una situación en la cual los prestamistas no ofrecen préstamos debido a que isolamente los tipos riesgosos permanecen en el mercado!

La teoría económica ayuda a mostrar cómo los contratos de obligación conjunta mitigan la selección adversa (Ghatak y Guinnane, 1999). Bajo el financiamiento grupal, los prestatarios escogen sus propios grupos. Una manera directa en la cual esto podría ayudar es cuando un cliente potencial informa directamente al banco acerca de la confiabilidad de sus miembros potenciales. Tal vez un resultado más sorprendente es que el prestamista puede mitigar el problema de selección adversa aún cuando los clientes no informan directamente al banco pero se forman ellos mismos en grupos iguales (selección par o igual). Esto es, dada una cláusula de obligación conjunta, los clientes seguros probablemente se agruparán con otros clientes seguros, dejando a los tipos riesgosos formar grupos entre sí. Este “emparejamiento coincidente” mitiga el problema de selección adversa porque ahora los prestatarios más riesgosos son aquellos que deben rescatar a otros prestatarios riesgosos, mientras que los prestatarios seguros tienen que asumir un subsidio inferior. Consecuentemente, a todos los prestatarios se les puede cobrar una tasa muy baja, reduciendo la probabilidad de una falla del mercado.

### III. El estado actual de las microfinanzas

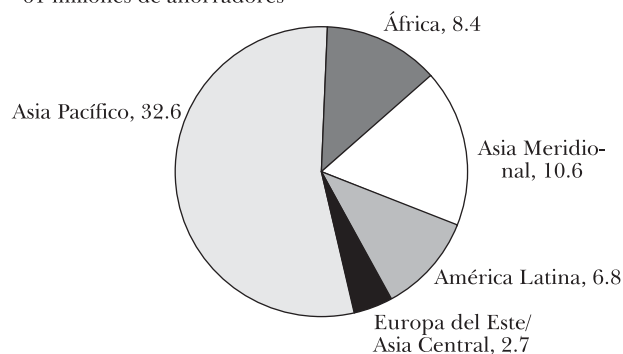
Debido al surgimiento del Banco Grameen, las microfinanzas se han expandido para cubrir los cinco continentes y numerosos países. El Banco Grameen ha sido duplicado en Bolivia, Chile, China, Etiopía, Honduras, India, Malasia, Malí, Filipinas, Sri Lanka, Tanzania, Tailandia, Estados Unidos y Vietnam; el mercado de intercambio de información de microfinanzas (MIX) clasifica la información financiera para 973 IMF en 105 países diferentes. Algunas IMF también han empezado a buscar financiamiento público e internacional, además de aumentar el monto del capital de trabajo y de expandir el alcance de sus operaciones. Como las IMF se han vuelto más eficientes y han incrementado sus bases de clientes, han comenzado a expandir sus servicios a través del ofrecimiento de

productos diferentes tales como microahorros, pagos flexibles de préstamos y pólizas de seguros. Discutiremos estas tres ofertas de productos diferentes a continuación.

Cuando iniciaron, muchas IMF incluyeron un componente de ahorros obligatorio que limitó el acceso de los prestatarios a los fondos depositados. Esto promovió los ahorros de largo plazo, pero ignoró el hecho de que muchos pobres ahorran en el corto plazo para suavizar el consumo durante las reducciones estacionales de producción. La gráfica II proporciona una visión de la distribución de los ahorros de las IMF voluntarias por región. En la medida en que las IMF se han vuelto mejor versadas en el mercado de las microfinanzas, éstas han aplicado sus innovaciones en el financiamiento para la recaudación de depósitos. Uno de los ejemplos líderes es SafeSave, localizado en Dhaka, Bangladesh, el cual usa la idea de que los depósitos pequeños frecuentes servirán para protegerse contra la tentación de gastar el exceso del ingreso. Para mantener bajos los costos de transacción de los depósitos diarios, SafeSave contrata trabajadores pobres dentro de las áreas de recaudación (típicamente barrios pobres urbanos) para obtener clientes en una base diaria. Mediante la llegada al cliente, SafeSave hace que sea conveniente para los hogares ahorrar; mediante la contratación de individuos del área determinada, los costos de entrenamiento y los salarios también se mantienen bajos. Con este modelo eficiente tanto para el banco como para los individuos, SafeSave ha acumulado cerca de 7,000 clientes en seis años.<sup>7</sup> No es sorprendente, que los depósitos de microfinanzas (como los préstamos de microfinanzas) rompan las experiencias bancarias comerciales tradicionales. El ejemplo del Bank Rakyat

GRÁFICA II. AHORROS POR REGIÓN

953 IMF informantes, julio de 2007,  
61 millones de ahorradores



FUENTE: Microfinance information exchange network; <www.mixmarket.org> .

<sup>7</sup> Ver <www.savesafe.org>.

Indonesia (BRI) sugiere que los pobres a menudo valoran más una mayor liquidez que tasas de interés más altas en los productos de depósitos. En 1986, después de un año de experimentos en el campo, ofrecieron dos productos de depósitos: El producto TABANAS ofrecía un 12% de interés pero restringía los retiros a dos mensualmente, mientras que el producto SIMPEDES ofrecía una tasa de interés de cero pero permitía retiros ilimitados. El programa SIMPEDES obtuvo la ganancia más grande en popularidad y hasta hoy en día todavía ofrece una tasa de interés muy baja pero mantiene más cuentas que el programa TABANAS.<sup>8</sup>

El Banco Grameen original fue una de las primeras IMF que incorporaron un requisito de ahorro obligatorio en su estructura de financiamiento. A cada cliente se le solicitó realizar un depósito valorado en 5% de sus préstamos determinados, el cual fue colocado dentro de un fondo grupal con reglas de retiro estrictas (generalmente ningún retiro es antes de tres años). En el 2001, el Banco Grameen revisó tanto su política de crédito como de ahorros y se reinventó a sí mismo como Grameen II. En el corazón de este cambio estaban más opciones de ahorros y préstamos más flexibles, los cuales actúan como una forma de aseguramiento. Lo nuevo en el Grameen II es un fondo de pensiones, el cual permite a los clientes con préstamos mayores a 8,000 taka (USD 138) aportar al menos 50 taka (USD 0.86) por mes. El cliente recibe 12% por año en interés compuesto, ganando un 187% de retorno después de la espera obligatoria de 10 años. Este esquema permite al Grameen II ganar más dinero en el presente y expandir sus servicios, mientras difiere los pagos en el futuro cercano.

Grameen II sirve como un buen ejemplo de una segunda innovación en las microfinanzas: pagos flexibles de préstamos. El financiamiento grupal todavía existe y es una parte integral del proceso, pero Grameen II introdujo un *flexi-préstamo* que permite a los prestatarios opciones múltiples para el pago de sus préstamos sobre una base individual. Yunus (2002) afirmó que “la solidaridad de grupo es usada para acciones conjuntas innovadoras para construir cosas para el futuro, en lugar de la tarea desagradable de colocar presión no amistosa sobre un amigo”. El flexi-préstamo se basa en el supuesto de que los pobres siempre pagarán un préstamo y así permite que los pobres

<sup>8</sup> El programa SIMPEDES también usa un sistema de lotería para entregar premios, a menudo valorados en 0.7% de los depósitos. Más detalles se encuentran disponibles en la página web del BRI: [www.bri.co.id/english/mikrobanking/aboutmikrobanking.aspx](http://www.bri.co.id/english/mikrobanking/aboutmikrobanking.aspx).

reprogramen sus préstamos durante períodos difíciles sin llegar al incumplimiento. Si la prestataria paga como lo prometió, entonces el flexi-préstamo opera exactamente como un préstamo básico, usando incentivos dinámicos<sup>9</sup> para aumentar el tamaño del préstamo después de cada período. Si la prestataria no puede hacer sus pagos, se le permite renegociar su contrato de préstamos en lugar de incumplir. Puede extender la vida del préstamo o bien pagar sólo el principal para un período de tiempo ampliado. Como una multa, los incentivos dinámicos de su préstamo son reajustados; no puede acceder a montos mayores (adicionales) de crédito hasta que el préstamo original sea pagado. Debido a su incumplimiento, ahora no presenta una amenaza a la promesa del grupo de crédito futuro, cada miembro es responsable solo hasta sus obligaciones individuales.

La tercera oferta es la adición de seguros a los préstamos de microfinanzas. El seguro más básico es la condonación de la deuda por la muerte de un prestatario, ofrecido por muchas IMF, incluyendo Grameen. Otras IMF han empezado experimentando con seguros de salud y seguros contra desastres naturales. Como con el financiamiento, los problemas de agencia presentan un dilema para el microaseguramiento. Para ello, algunos grupos tales como FINCA Uganda requieren seguros de vida a todos los prestatarios, incluyendo tanto los de tipo *riesgoso* como *saludable* por igual y así evitar el problema de selección adversa. Otras ideas incluyen la provisión de seguros por lluvias para protegerse contra catástrofes. Esto depende del supuesto de que la producción de los cultivos (y gran parte de las economías en desarrollo) está atada a los ciclos de lluvia estacionales. Esta innovación elimina el problema de riesgo moral asociado con un préstamo de cultivos. A través de la vinculación del desempeño a los ciclos de la lluvia, un granjero no tiene incentivo para tomar un seguro de cultivos y entonces fracasar en producir adecuadamente una cosecha durante una estación adecuada de lluvias.

Un fenómeno más reciente en microfinanzas es el surgimiento de la inversión extranjera en las IMF. Dado que cada vez más IMF establecen retornos positivos, las microfinanzas están siendo vistas por muchos inversionistas profesionales como una oportunidad de inversión rentable. Uno de los desarrollos más importantes para las IMF fue el lanzamiento del informe de Standard & Poor (S&P) de junio de 2007 sobre la metodología de calificación para las IMF. Mediante la

<sup>9</sup> Los incentivos dinámicos amenazan con excluir a los prestatarios incumplidos de futuros préstamos.

aplicación de una metodología común, S&P será capaz de enviar una señal muy fuerte a potenciales inversionistas acerca de la calidad de las inversiones de la IMF. El proceso de ofrecimientos de deuda y titularización en el sector de las microfinanzas será cubierto con mayor detalle a continuación.

#### IV. Las microfinanzas alrededor del mundo

Como Yunus y el Banco Grameen empezaron a probar que las microfinanzas son un método viable para aliviar la pobreza, su metodología y programa empezó a expandirse alrededor del mundo. Es difícil conocer exactamente cuántas IMF existen actualmente, pero el *Microfinance Information Exchange* (MIX) estima que van desde 1,000 a 2,500, sirviendo a cerca de 67.6 millones de clientes. De estos 67 millones, más de la mitad de ellos vienen del 50% inferior de la gente que vive por debajo de la línea de pobreza.

Esto es, cerca de 41.6 millones de los más pobres en el mundo han sido cubiertos por las IMF. Las IMF han expandido sus operaciones en cinco continentes diferentes y han penetrado en los mercados rurales y urbanos. Ellos han alcanzado el éxito con una variedad de productos de crédito y mecanismos de recaudación. El cuadro 1 proporciona una comparación de varios grupos alrededor del mundo.

##### 1) Banco Solidario (Bolivia)

El Banco Solidario existió originalmente como la Fundación para la Promoción y el Desarrollo de la Microempresa (PRODEM), una organización no gubernamental (ONG) desde mediados de los años ochenta y proporcionó préstamos de capital pequeños a grupos de tres o más personas dedicadas a actividades empresariales. En 1992, PRODEM, sirvió a 17,000 clientes y desembolsó fondos que totalizaron USD 4 millones de dólares. Restringido por regulaciones legales y financieras que norman a las ONG, la junta de directores decidió expandir sus servicios y PRODEM se convirtió en un banco comercial, Banco Solidario, más tarde en dicho año. Actualmente, Banco Sol tiene 42 sucursales en siete ciudades con cerca de 110,000 clientes y un portafolio de préstamos de más de USD 172 millones. Al 31 de marzo de 2007, Banco Sol informó un nivel de préstamos vencidos de solo 1.78%. Una distinción importante entre Grameen y Banco Sol es el énfasis de este último en regresar una ganancia, estableciendo el alivio a la pobreza, solo como un objetivo secundario.

**Cuadro 1**

#### CARACTERÍSTICAS DE LAS INSTITUCIONES DE MICROFINANZAS SELECCIONADAS

|   | <i>Grameen Bank, Bangladesh</i> | <i>Banco Sol, Bolivia</i> | <i>Compartamos, México</i> | <i>Enterprise Development Group, Washington, D. C.</i> |
|---|---------------------------------|---------------------------|----------------------------|--|
| Año de creación                             | 1983                            | 1992                      | 1990                       | 1993   |
| Membresías                                  | 6,948,685                       | 103,786                   | 616,528                    | 250  |
| Saldos de préstamos promedio (USD)          | 69                              | 1,571                     | 440                        | 22,285 <sup>b</sup>                                    |
| Porcentaje femenino                         | 96.70%                          | 46.40%                    | 98.40%                     | 30.00%   |
| ¿Hay contratos de financiamiento grupales?  | Sí                              | Sí                        | Sí                         | No   |
| ¿Se requiere colateral?                     | No                              | No                        | No                         | No   |
| Portafolio en riesgo > razón de 30 días (%) | 1.92                            | 2.91                      | 1.13                       | N/A  |
| Retorno sobre acciones (%)                  | 1.95 <sup>a</sup>               | 22.81                     | 57.35                      | N/A  |
| Autosuficiencia operativa (%)               | 102.24 <sup>a</sup>             | 120.09                    | 181.22                     | 53 <sup>b</sup>  |

FUENTES: Los datos para este cuadro provienen del *Microfinance Information Exchange Network*, la cual es una plataforma basada en la web: ([www.mixmarket.org](http://www.mixmarket.org)). La información fue provista por el Enterprise Development Group porque es la única IMF en Estados Unidos que informa cifras en la red MIX. Cierta información para el EDG fue tomada de su informe anual 2003/2004, disponible en ([www.entdevgroup.org](http://www.entdevgroup.org)). Información comparable no se encuentra disponible para el Southern Good Faith Fund, dado que el alcance de su misión ha sido cambiado y expandido a más programas basados en entrenamiento. Un diagrama resumen más integral existe en Morduch (1999).

<sup>a</sup> 31/12/2005. <sup>b</sup> 2004.

El Banco Sol ofrece crédito, ahorros, y una variedad de productos de seguros. Inicialmente, su ofrecimiento de préstamos se basó en el financiamiento de obligaciones conjuntas estilo Grameen, ofreciendo un máximo de USD 3,000 por cliente a grupos de tres o cuatro individuos con al menos un año de experiencia en sus ocupaciones propuestas. Usando incentivos dinámicos, el tamaño del préstamo se incrementa gradualmente con base en el buen historial de pagos. Las tasas de interés anuales promedian entre 12 y 24% y pueden tener entre 1 y hasta 60 meses de duración (120 meses para un préstamo de vivienda).<sup>10</sup> Con estas tasas de interés muy altas, el Banco Sol no confía en los subsidios y, a fines del 2006, pagó utilidades sobre las acciones de 22.8%.

<sup>10</sup> Banco Sol, consultado el 27 de julio de 2007: ([www.bancosol.com.bo/en/intro.html](http://www.bancosol.com.bo/en/intro.html)).

## 2) *Compartamos (México)*

Compartamos es la IMF más grande en México, sirviendo a cerca de 630,000 clientes con un portafolio de préstamos activo de USD 285 millones. Localizado en la ciudad de México, Compartamos se encuentra activa en 26 estados mexicanos a lo largo del país y sirve principalmente a prestatarios rurales. Compartamos fue fundada en 1990 y empezó ofreciendo préstamos con obligaciones conjuntas a prestatarias mujeres para actividades generadoras de ingresos. Recientemente, Compartamos ha expandido sus servicios para permitir a los hombres pedir prestado a través de la solidaridad de grupo y sus programas de crédito individual; todavía, alrededor del 98% de sus prestatarios son mujeres. En 1998, Compartamos formó una alianza estratégica con Acción Internacional y se transformó en una institución financiera regulada, de tipo Sociedad Financiera de Objeto Limitado (SOFOL). En el 2002, Compartamos realizó un paso único para una IMF y se convirtió en una de las primeras IMF en emitir deuda pública, enlistándose en la Bolsa Mexicana de Valores. Como una SOFOL, Compartamos fue limitada a ofrecer solamente crédito para capital de trabajo. A fin de ofrecer más servicios, tales como ahorros y programas de aseguramiento, Compartamos se convirtió en banca comercial en el 2006.

Compartamos fue una de las primeras IMF en levantar fondos de capital adicionales a través de la venta de emisiones de bonos domésticos. En el 2002, Compartamos fue la primera IMF en México y una de las primeras en América Latina en ofrecer bonos a la venta. Debido a que este fue un primer intento de Standard & Poor (S&P) para calificar un bono de microfinanzas, adaptaron su metodología actual y evaluaron el bono usando su escala mexicana y suponiendo compradores locales. S&P se impresionó con el portafolio diversificado de la deuda y ofreció a Compartamos una calificación MXA + (Mexicano AA). Reddy y Rhyne (2006) informaron que su bono más reciente fue calificado con un MXAA a través del uso de mejoras del crédito, permitiéndoles colocar el bono con inversionistas institucionales. Su quinta emisión hasta hoy, fue suscrita excesivamente tres veces con el 70% de los bonos comprados por inversionistas institucionales. Mediante el acceso al mercado comercial, Compartamos ha sido capaz de disminuir el costo de obtener fondos y, a su vez, ofrecer mejores servicios a sus prestatarios, por ejemplo, mediante la absorción de los costos de proporcionar seguros de vida para todos los clientes. Sus esfuerzos para mejorar la eficiencia operativa también

han creado una IMF autosuficiente que ha existido sin subsidios por más de una década.

## 3) *Good Faith Fund (Estados Unidos)*

El *Good Faith Fund* fue modelado después del Banco Grameen y fue una de las primeras IMF establecidas en Estados Unidos. En 1986, mientras el gobernador de Arkansas, Bill Clinton invitó a Muhammad Yunus a visitar y discutir las microfinanzas. El programa inicial empezó como el Fondo Grameen, pero el nombre fue cambiado más tarde para reflejar mejor el compromiso del fondo en la provisión de préstamos a los microemprendedores. Los préstamos no estaban asegurados con colaterales; más bien, estaban garantizados en la "buena fe" (Yunus, 2003, p.180).

Como el *Good Faith Fund* creció, los profesionales y académicos del mismo modo empezaron a cuestionar la efectividad de un programa al estilo Grameen puro en los Estados Unidos. Casi como el original Banco Grameen, el *Good Faith Fund* ha confiado en la innovación y cambio para aplicarlos al microcrédito en la economía rural de Arkansas. Taub (1998) argumenta que el *Good Faith Fund* es un programa exitoso de alivio de la pobreza, pero esto es un programa de desarrollo económico pobre. En palabras de Taub, "el *Good Faith Fund* nunca ha sido capaz de entregar un volumen significativo de clientes, proporcionar servicios de préstamos sustanciales a los realmente pobres, o alcanzar cualquier cosa cercana a la autosuficiencia institucional." Argumenta que diferencias sociales importantes surgen porque el sector rural de Arkansas es intrínsecamente diferente al sector rural de Bangladesh y que estas diferencias sociales causan que el modelo de financiamiento grupal fracase.

El financiamiento grupal fracasó por varias razones, pero primero fue la incapacidad de los prestatarios potenciales de formar un grupo. En Bangladesh, donde las tasas de pobreza y la densidad de la población son mucho más altas que aquellas en los Estados Unidos, los prestatarios potenciales pueden encontrar más fácilmente a otros emprendedores. Sin embargo, una red cercana de vínculos sociales entre los pobres no existe en el sector rural de Arkansas. En respuesta a este problema, el personal del *Good Faith Fund* estableció un programa de entrenamiento obligatorio de seis semanas para los nuevos miembros individuales y luego crearon grupos a partir de los programas de entrenamiento. Estos nuevos grupos formados por personas, relativamente extrañas entre sí, carecían de cohesión social para hacer cumplir los pagos de los contratos, a diferencia de los miembros del grupo en el sector rural de Bangladesh, quienes a



menudo viven en el mismo pueblo y tienen historias familiares o de comunidad juntos. Consecuentemente, el financiamiento grupal fue lentamente administrado fuera del *Good Faith Fund*. Actualmente, el *Good Faith Fund* enfatiza principalmente en capacitación profesional a través de su Centro de Desarrollo Empresarial y el programa *Asset Builders*. También han encontrado un nicho en la prestación de montos grandes de dinero a pequeñas y medianas empresas que están marginadas por el centro bancario comercial. Estos préstamos proporcionan los mismos servicios, pero al ser de USD 100,000 o más, difícilmente pueden ser considerados como *micro* créditos.

## V. La evidencia de las microfinanzas

En esta sección, revisamos algunas de las importantes preguntas sobre microfinanzas. Nuestra evaluación se basa en numerosos estudios, encuestas técnicas, e informes de periódicos sobre microfinanzas. El intento aquí es ser ilustrativo en lugar de proporcionar una revisión integral de las microfinanzas.

### 1) ¿Son las microfinanzas una alternativa deseable para las fuentes informales y explotadoras de financiamiento?

El margen de las microfinanzas y el éxito de las IMF en varios países alrededor del mundo motiva una pregunta: ¿Quién sirvió a los pobres antes de la revolución del microcrédito? Es bien conocido que los bancos convencionales, que actúan como acreedores para la mayoría de actividades de emprendimiento en el mundo moderno, han evitado en gran parte el financiamiento a los pobres. En lugar de ello, el crédito a los pobres ha sido proporcionado por prestamistas locales, a menudo a tasas de usura. En consecuencia, los prestamistas se perciben típicamente como explotadores, que toman ventaja de los campesinos pobres quienes no tienen otro recurso para los préstamos. Por lo tanto, no es sorprendente que las microfinanzas han sido bienvenidas por la mayoría como una alternativa a las prácticas abusivas de los prestamistas locales. Sin embargo, esta percepción común requiere un estudio más cuidadoso: ¿Por qué los bancos principales no prestan a los pobres? En la ausencia de los bancos, ¿los prestamistas locales tienen poder monopolístico? De manera más importante, ¿las altas tasas de interés cobradas por los prestamistas están disminuyendo el bienestar?

Empecemos enumerando las dificultades que surgen en el financiamiento a los pobres. En primer

lugar, estudios iniciales creyeron que los pobres a menudo no cuentan con los recursos necesarios para invertir sus préstamos en el uso más productivo. En resumen, el pobre pide prestado mayormente para financiar sus necesidades de consumo (Bhaduri, 1977; Aleem, 1990). En segundo lugar, aún si los préstamos pudieran ser destinados para propósitos de inversión, los bancos comerciales encontrarían difícil prestarles: la ausencia de historial de crédito y de registros documentados de pequeños empresarios o granjeros hacen que sea difícil para el banco evaluar la capacidad crediticia del prestatario. Finalmente, existe la incapacidad de los pobres para entregar garantías sobre los préstamos. Esto reduce el recurso del banco a un activo vendible una vez que el prestatario incumple en el préstamo. Por lo tanto, no es difícil ver por qué los bancos comerciales han evitado el financiamiento a los pobres.

Por el otro lado, se piensa que los prestamistas locales podrían mitigar los problemas enfrentados por los bancos externos en el financiamiento a los pobres. Los prestamistas locales se encuentran posiblemente mucho mejor informados de la calidad del prestatario y, tienen medios más efectivos de seguimiento y de hacer cumplir los contratos que los bancos externos. En resumen, debido a sus lazos sociales, información, y ventaja de la ubicación, estos prestamistas se encuentran en una posición única para prestar a los pobres. Algunos observadores argumentan que las tasas de interés usureras en estos mercados se pueden explicar por este "monopolio" que es disfrutado por los prestamistas locales. Varios investigadores han estudiado la estructura de los mercados de crédito rurales en los países en desarrollo. Algunos argumentan que los mercados de crédito rurales son más competitivos de lo que se imagina previamente porque existe libre entrada de prestamistas si no fuera de bancos. Mientras no exista todavía un amplio consenso, la mayoría de observadores creen que a pesar de la libre entrada en estos mercados, los prestamistas a menudo disfrutan de alguna forma de poder monopolístico local (en la manera de competencia monopolística), al menos en el corto plazo.

Sin embargo, existen otras razones de por qué los prestamistas cobran altas tasas de interés. En primer lugar, los prestamistas tienen que compensar los altos costos de transacción en la emisión y servicio de un préstamo pequeño. En segundo lugar, algunos observadores piensan que estos fondos tienen altos "costos de oportunidad", esto es, los prestamistas pueden obtener altos rendimientos mediante la inversión en sus propias granjas. Finalmente, y esto es a pesar de la ventaja informativa local, los prestamistas enfrentan algunos de

los mismos problemas que los bancos comerciales en la identificación de prestatarios riesgosos y el aseguramiento de colaterales, particularmente en las áreas rurales pobres. Un simple ejemplo numérico ayuda a ilustrar este resultado.<sup>11</sup> Considere dos prestamistas con el mismo costo de fondos. Suponga ahora que el primer prestamista opera en un primer mercado donde los prestatarios pagan fielmente todos sus préstamos al 10%, dándole a él un retorno esperado del 10%. Sin embargo, el segundo prestamista opera en un mercado rural pobre donde los prestatarios posiblemente tienen una tasa muy alta de incumplimiento, digamos del 50%.<sup>12</sup> En consecuencia, su retorno neto esperado es así  $[(1 + \text{tasa de interés}) * (1 - \text{probabilidad de incumplimiento}) - 1]$ . Por lo tanto, para que el segundo prestamista de dinero obtenga el mismo retorno de 10%, debe cobrar una tasa de interés igual al 120%:  $[(1 + 120\%)*(1 - 50\%) - 1 = 10\%]$ . Esto no quiere decir que algunos prestamistas no se involucren en la fijación del precio, pero da un ejemplo simple en el cual un prestamista de dinero puede ser competitivo y cobrar aún tasas de interés extremadamente altas.

¿Los prestamistas reducen el bienestar porque cobran altas tasas de interés? Al grado en el cual los prestatarios aceptan voluntariamente estos contratos de préstamos, la respuesta es no.<sup>13</sup> Estos contratos de préstamos generan un superávit positivo *ex ante*. Esto es, solo aquellos prestatarios que esperan generar una tasa de retorno de su inversión que sea mayor que la cobrada por el prestamista de dinero ingresarán en estos contratos. Claramente, esta situación puede ser mejorada mediante el ofrecimiento de tasas muy bajas: esto podría permitir que más prestatarios, es decir, aquellos que esperan generar una tasa de retorno muy baja en su inversión, ingresen en contratos de préstamos. Sin embargo, esto no significa que una alta tasa de interés *per se* reduzca el bienestar. Por el contrario, eliminando los prestamistas o privándoles de ofrecer préstamos a estas tasas altas, el bienestar puede ser reducido; en su ausencia, los emprendedores con los retornos más altos en sus proyectos no recurrirían al crédito.

En contraste, las IMF pueden ofrecer a menudo tasas de interés más bajas que los prestamistas locales

debido a su eficiencia más alta en la filtración y seguimiento de prestatarios, lo cual resulta tanto de sus economías de escala (sirviendo a más prestatarios) como del uso de mecanismos de financiamiento de obligaciones conjuntas. Esto disminuye el costo de financiamiento de las IMF en relación con aquel de los prestamistas. Al grado en el que las IMF pueden proporcionar préstamos a una tasa más baja que los prestamistas, permitiendo a más y más prestatarios ingresar al mercado de crédito, es un argumento tanto para la eficiencia (debido al costo reducido de los fondos) como para el mejoramiento del bienestar (debido a un aumento en el conjunto de opciones del prestatario) de las microfinanzas.

## 2) ¿Qué tan altas son las tasas de pago para las IMF?

Esto es ampliamente visto como el mayor logro de las microfinanzas. Muchas IMF informan tasas altas de pago, a menudo mayores al 90%. Estas afirmaciones han conducido a un considerable interés académico en por qué y cómo trabajan las microfinanzas. Además, estas tasas de pago son ampliamente citadas en medios de comunicación populares (*Business Week*, 9 y 16 de julio de 2007; *Wall Street Journal*, 23 de septiembre de 2007) y han sido una de las razones para el reciente interés generado por las microfinanzas en los mercados financieros mundiales. Si bien las teorías de los contratos de obligación conjunta, financiamiento progresivo,<sup>14</sup> pagos frecuentes, y colaterales flexibles adecuadamente explican estas altas tasas de pago; Morduch (1999), plantea el tema importante de validación. Debido a que muchas de estas tasas de pagos son auto informadas, es importante entender la metodología usada para calcular estas tasas de pago.

Morduch estudia las tasas de pago para el Banco Grameen durante el período de 10 años ente 1985 y 1996. Durante este período, el portafolio de préstamos promedio del Grameen creció desde USD 10 millones a USD 271 millones y la membresía se expandió en más de 12 veces para incluir a 2.06 millones de miembros en 1996. Para esta década, el Grameen presentó una tasa vencida promedio de solo 1.6%.<sup>15</sup> El argumento de Morduch

<sup>11</sup> Este ejemplo en Armendáriz de Aghion y Morduch (2005) se obtiene a partir del trabajo inicial de Bottomley (1975).

<sup>12</sup> Por supuesto, Yunus cree que este supuesto equivocado es la raíz de todos los problemas que los pobres tienen en la obtención de un crédito.

<sup>13</sup> Bhaduri (1973) puntualiza hasta cierto grado de coerción en los mercados de crédito rurales, particularmente en situaciones donde los propietarios se duplican como prestamistas.

<sup>14</sup> El financiamiento progresivo es un tipo de incentivo dinámico en el cual el acceso a grandes montos de crédito se vuelve disponible después de cada préstamo pagado exitosamente.

<sup>15</sup> En comparación, los préstamos incumplidos promediaron entre 1 y 1.5% para todos los bancos comerciales estadounidenses entre la década de 1995 al 2005. (Fuente: *Federal Financial Institutions Examination Council*) Braverman y Gausch (1986) encontraron que los programas gubernamentales de crédito en

es que el Banco Grameen no sigue las prácticas de contabilidad convencionales y calcula las tasas vencidas como el valor de los préstamos sin pagar (para más de un año) dividido por el *portafolio actual*, en lugar de dividirlo por el *tamaño del portafolio cuando los préstamos vencidos fueron emitidos*. Debido a que el tamaño del portafolio de préstamos se expandió 27 veces durante este período de 10 años, el portafolio de préstamos es significativamente más grande al final de cualquier año que al principio. Morduch encuentra que el promedio ajustado de tasa de no pago es del 7.8% para el mismo período de 10 años. Él puntualiza que “la tasa es todavía más impresionante respecto al desempeño de los bancos de desarrollo gubernamentales, pero es lo suficientemente alta para empezar a crear dificultades financieras” (Morduch, 1999, p. 1590).

Por estas dificultades financieras, Morduch se concentra entonces en las utilidades reportadas, examinando cuidadosamente la provisión de pérdidas de los préstamos. Él encuentra que el banco es lento al amortizar los préstamos malos (incobrables), bajando sólo un modesto 3.5% de su portafolio cada año, nuevamente exagerando el monto de las utilidades. Él calcula que en lugar de informar un total de USD 1.5 millones en utilidades, el banco tendría una pérdida de USD 18 millones. Las implicaciones a partir de los hallazgos de Morduch son las siguientes: Al inicio de la década de los noventa, para operar sin subsidios, el Banco Grameen habría tenido que aumentar las tasas de interés en su producto general desde el 20% al 50%, y esto habría elevado la tasa de interés promedio para todos los productos al 32%. Morduch es cuidadoso en apuntar que no se sabe si los prestatarios desertarían, debido a que para la mayoría de ellos la alternativa son cero préstamos o una tasa de interés muy alta en los créditos de los prestatarios locales.

Aunque hay una diferencia aparente entre las tasas de pago ajustadas de Morduch y las que el propio Banco Grameen ha comunicado, esto no significa que el Grameen sea un fracaso financiero. En tal caso, la modesta amortización por préstamos incobrables ofrece pruebas del compromiso organizacional de Yunus con los pobres y la confianza de que, a su debido tiempo, pagarán el préstamo. Desde su puesta en funcionamiento el Banco Grameen II se construyó sobre este concepto y permite a los prestatarios reestructurar un préstamo en pequeños pagos o tomarse una cantidad de tiempo mayor a la programada, antes que

declarar el no pago. Yunus describe la diferencia: “[El] objetivo gobernante de los bancos convencionales es maximizar las ganancias. El objetivo del Banco Grameen es brindar servicios financieros a los pobres, particularmente a las mujeres y a los más pobres, y ayudarlos a luchar contra la pobreza, permanecer rentable y financieramente solvente. Es un objetivo compuesto, que surgió de una visión económica y social.” Dado que el énfasis del Banco Grameen está en su mayoría en objetivos sociales y no en la maximización de las ganancias, algunos han argumentado que no está obligado a adoptar procedimientos estándares de contabilidad. Lo que es importante es que Grameen está entre las pocas organizaciones de microfinanzas transparentes y los investigadores han sido capaces de revisar y evaluar sus informes financieros.

Una consideración importante aquí es que las IMF son conocidas porque cobran tasas de interés considerablemente más altas comparadas con las de préstamos similares de los bancos convencionales. En su reconocido trabajo, Stiglitz y Weiss (1981) muestran que la tasa de interés alta que un prestamista carga puede en sí afectar adversamente las tasas de pago ya sea mediante el desaliento a prestatarios solventes (selección adversa) o a través de tentar a los prestatarios a optar por proyectos riesgosos (riesgo moral). En consecuencia, la coexistencia de altas tasas de pago (alrededor del 95%) y las tasas de interés más altas (de un 30 a 60% es algo común) en microfinanzas, ha “desconcertado” a los economistas.

Una explicación ofrecida por algunos economistas es que las IMF enfrentan una demanda inelástica por préstamos. Sin embargo, en un reciente estudio empírico sobre el programa SafeSave en los barrios pobres de Dhaka, Dehejia, Montgomery, y Morduch (2005) muestran que la elasticidad de la demanda por microcrédito puede ser significativamente negativa aún cuando ciertos grupos de prestatarios (particularmente los más ricos) no reducen sus demandas cuando se enfrentan a tasas de interés muy altas. Sin embargo, Emran, Morshed, y Stiglitz (2006) ofrecen una explicación más prometedora para este misterio. Partiendo del tradicional énfasis en los mercados de crédito en los estudios de microfinanzas, los autores examinan las implicaciones de los mercados de trabajo ausentes o imperfectos para las mujeres pobres en los países en desarrollo (los típicos clientes de las IMF en Bangladesh). Emran, Morshed, y Stiglitz (2006, p. 4) demuestran “el rol crítico desempeñado por la estructura del mercado laboral en la realización de proyectos de inversión para hogares de escala pequeñas “solventes”, frente a las tasas de interés muy altas, especialmente para

---

África, Oriente Medio, América Latina, Asia del Sur, y Sudeste de Asia, todos tuvieron tasas de no pago entre el 40 y 95%.

los hogares pobres con pocos o ningún activo garantizable.”

3) *¿Hay algo más que un grupo de prestatarios o contratos de responsabilidad conjunta para las microfinanzas?*

El éxito de las microfinanzas en la generación de altas tasas de pago ha llevado a muchos economistas a investigar las razones detrás del mismo. Los años desde mediados y hasta finales de los noventa fueron testigos de un incremento importante de artículos en revistas especializadas sobre contratos de financiamiento grupal, la forma como los economistas trataron de explicar el *acierto* de las microfinanzas donde otras formas de préstamos habían fallado. Los contratos de responsabilidad compartida fueron vistos como el quiebre de los mecanismos tradicionales de préstamos y la teoría económica fue usada rápidamente para explicar cómo estos contratos ayudaron a mejorar las tasas de pago. El crecimiento de la literatura sobre los contratos de financiamiento grupal a mediados de los años noventa da la impresión de que todas las IMF operan con esta sola modalidad, pero la realidad es que las IMF usan una variedad de técnicas de préstamos, tales como préstamos dinámicos y progresivos, esquemas de pagos frecuentes, y colaterales no tradicionales para asegurar altas tasas de pago entre los pobres, prestatarios desatendidos. Estos mecanismos fueron introducidos ya sea independientemente o en conjunto con programas de responsabilidad compartida tales como los del Banco Grameen y en muchos casos operan junto con contratos grupales. Actualmente, empíricos y teóricos, se han dado cuenta de que estos mecanismos pueden operar con contratos individuales y en ciertos casos (por ejemplo, en áreas de baja densidad poblacional) ofrecer mejores resultados de pago que los esquemas de financiamiento grupales.

El mecanismo de préstamos progresivos protege de la situación estratégica de no pago del prestatario al final de un ciclo de préstamo, debido a que por definición tiene poco o ningún colateral para ser confiscado en el caso de no pago. En cambio, las IMF han ofrecido pequeños préstamos iniciales, con la promesa de un crédito en el futuro con pagos oportunos. El ofrecimiento de créditos futuros sirve como un poderoso incentivo para un microempresario que trata de hacer crecer su negocio. En este escenario, un prestatario dejará de pagar sólo si sus ingresos actuales son mayores que sus futuras ganancias esperadas. Con un pequeño préstamo inicial para empezar una aventura empresarial, esto es improbable. Para aumentar más

la probabilidad de pago, las IMF usan financiamiento dinámico, en el cual el tamaño del préstamo se incrementa gradualmente con cada pago hecho oportunamente. Ahora, los beneficios futuros esperados son casi con certeza más grandes que los ingresos ganados en la actualidad debido a que el tamaño del préstamo continúa creciendo.

Otro mecanismo utilizado por las IMF es el de los pagos frecuentes, que a menudo suelen comenzar incluso la semana después de que el préstamo es desembolsado. A través de exigir pequeños pagos antes que la iniciativa de negocios ha alcanzado la madurez, las IMF están esencialmente exigiendo que los prestatarios tengan una segunda fuente de ingreso y, de allí, prestan contra su consumo corriente. Esto le permite a las IMF filtrar a los prestatarios con alto riesgo desde el principio debido a que los prestatarios estarían en capacidad de pagar el préstamo aún si su aventura fracasara. En realidad, los pagos semanales dan a los prestatarios y a los prestamistas el beneficio adicional de descubrir problemas desde temprano. Armendáriz de Aghion y Morduch (2005) también sugieren que los pagos frecuentes proporcionan un mejor servicio al cliente, contrario a la creencia de que más pagos elevan los costos de transacción para el prestatario requiriendo más viajes de ida y regreso a los centros de pago. Al contrario, los pagos frecuentes ayudan a los prestatarios con restricciones de ahorro tales como la estacionalidad del ingreso, miembros de la familia solicitando préstamos, o el gasto discrecional de uno o más miembros de la familia. Cuando se juntan con la dinámica de incentivos, los pagos frecuentes de préstamos empiezan a semejarse a los depósitos de ahorro que serán pagados con interés (que se gradúan de acuerdo al tamaño del próximo préstamo). Esto permite a las familias liberarse de ciertas restricciones de ahorro (tales como las mencionadas anteriormente) debido a que el préstamo es pagado cada semana, antes de que el dinero pueda gastarse en cualquier cosa.

El mecanismo final es el requerimiento de un colateral no tradicional, el cual fue introducido por los bancos tales como el Bank Rakyat Indonesia (BRI). Esta característica rompe la práctica comercial de que el colateral presentado debe tener un valor de reventa igual al préstamo. En un contrato de financiamiento grupal, la responsabilidad compartida a menudo sirve como colateral, pero el BRI opera con el “valor hipotético” de un ítem y permite como colateral cualquier ítem que sea importante para el hogar, independiente del valor de mercado. Este puede incluir el único animal doméstico de la familia, tal como una vaca, o puede ser tierra que no tiene un título de propiedad.

Ningún ítem puede ser vendido con un beneficio sin costos de transacción significativos para el banco, pero sin ambos ítems, los días serían más difíciles y costosos para la familia.

Armendáriz de Aghion y Morduch (2000) ofrecen evidencia del éxito de los préstamos individuales que usan incentivos dinámicos y progresivos, pagos frecuentes, y colaterales no tradicionales para garantizar un préstamo. Utilizando datos de Europa del Este y Rusia, ellos demuestran que los préstamos individuales pueden generar tasas de pago por encima del 90% (y por encima del 95% en Rusia). En los países industrializados, los prestatarios probablemente enfrentan más competencia, haciendo más costoso la conformación de un grupo de préstamo. En este escenario, los productos del préstamo irán a diferentes emprendedores, con diferentes expectativas de pagos; por ello, necesitan diferentes montos de préstamos. Un contrato grupal puede ser ineficiente debido a que impone un techo sobre el tamaño del préstamo igual al dado al más pequeño de los miembros de cualquier grupo potencial. Ellos concluyen sugiriendo que en áreas relativamente industrializadas, modelos de préstamo individuales pueden desempeñarse mejor que los tradicionales modelos de financiamiento grupal.

#### 4) ¿Son las microfinanzas una herramienta importante para aliviar la pobreza?

Las microfinanzas empezaron como un método para luchar contra la pobreza, y aunque éstas todavía cumplen con este propósito, varias instituciones han pretendido hacer una distinción entre *marginalmente pobre y muy pobre*. La definición más amplia que distingue estos dos grupos proviene del Grupo Consultivo de Asistencia a los más Pobres (CGAP), que define a los pobres como individuos que viven por debajo de la línea de pobreza y a los más pobres como la mitad inferior de los pobres. El Banco Mundial estima que en el 2001, alrededor de 1.1 mil millones de personas tenían niveles de consumo inferiores a USD 1 diario y otros 2.7 mil millones vivían con menos de USD 2 diarios.<sup>16</sup> Como las microfinanzas continúan creciendo, las preguntas han empezado a centrarse sobre quién es el cliente óptimo. ¿Deberían las microfinanzas tener como objetivo a los marginalmente pobres o a los extremadamente pobres?

Morduch (1999) trata de responder a esta pregunta considerando dos clientes representativos de las microfinanzas, uno de cada grupo de pobreza

<sup>16</sup> Banco Mundial, "Poverty Analysis"; los datos pueden ser revisados en (<http://web.worldbank.org>).

descrito arriba. La primera cliente pertenece a un programa de microfinanzas subsidiado y su ingreso es sólo un 50% de la línea de pobreza. La segunda cliente pertenece a un programa financieramente sustentable que consecuentemente cobra tasas de interés más altas. Para asegurar el pago del préstamo de la tasa de interés más alta, la segunda cliente es escogida marginalmente pobre, esto es, con un ingreso de 90% de la línea de pobreza. Usando la medida de pobreza ampliamente utilizada, la *brecha de la pobreza al cuadrado* (Foster, Creer, y Thorbecke, 1984), Morduch sugiere que un dólar de incremento en el ingreso para la prestataria más pobre tiene cinco veces más impacto que el mismo dólar para la prestataria marginalmente pobre.

Este simple ejemplo podría sugerir que, en términos de alivio de la pobreza, las IMF deberían centrarse primero en las prestatarias más pobres, pero esto no siempre es el caso. Como las IMF buscan ser financieramente independientes, éstas buscan atender sólo a los marginalmente pobres. Esta es una importante distinción entre el Banco Grameen y el Banco Sol de Bolivia: el énfasis de este último es tener un rendimiento, y el alivio de la pobreza es visto solo como un segundo objetivo. No sorprende, que el Banco Sol cargue tasas de interés más altas,<sup>17</sup> no confía en los subsidios, y al final del 2006 obtuvo rendimientos sobre acciones del 22.8%.<sup>18</sup>

Esta dicotomía aparente entre la independencia financiera y el alivio de la pobreza también conduce al corazón de un problema diferente. ¿Hasta qué punto una IMF exitosa empieza a parecerse a un banco regular? Si la IMF exitosa sirve a los clientes pobres, entonces aquellos clientes deben ser capaces de usar sus préstamos para salir ellos mismos de la pobreza. Debido a la naturaleza de los préstamos progresivos y dinámicos, los prestatarios exitosos ganan el acceso a préstamos más grandes, ayudándoles a librarse de la pobreza aún más rápido.

El Banco Grameen ha encontrado una manera de hacer que esta dicotomía funcione para ellos y ahora utiliza sus economías de escala para crear un banco independiente financieramente sin aumentar las tasas de interés. En 1995, el Banco Grameen decidió no requerir más fondos de sus

<sup>17</sup> Tasas de interés anuales promedian entre el 12 y el 24% y pueden estar en cualquier lugar desde 1 a 60 meses de plazo (120 meses para un préstamo de vivienda). Los datos son de Banco Sol, consultados el 7/27/07; ([www.bancosol.com.bo/en/intro.html](http://www.bancosol.com.bo/en/intro.html)).

<sup>18</sup> Datos financieros de MIX Market, de Banco Sol, consultados el 8/2/07; ([www.mixmarket.org/en/demand/demand.show.profile.asp?token=&ett=280](http://www.mixmarket.org/en/demand/demand.show.profile.asp?token=&ett=280)).

donantes y en lugar de ello empezó a fondear el banco a partir de los depósitos recaudados. Con más de dos décadas de prestatarios exitosos detrás de ellos, Grameen tuvo una oportunidad de acumular los depósitos de ahorro lentamente, al punto que es ahora autosostenible, basado en el monto de los fondos provistos por los miembros. En sentido estricto, es ahora el pobre más exitoso que está subsidiando a los nuevos clientes. Este es un paso significativo, especialmente considerando que, desde la década de 1985 a 1996, Armendáriz de Aghion y Morduch (2005) calculan que Grameen aceptó USD 175 millones en subsidios, incluyendo tanto donaciones directas como donaciones *suaves*, tales como préstamos suaves, subsidios implícitos a través de tenencias de acciones, y préstamos atrasados menos provisiones.

##### 5) ¿Son las microfinanzas sostenibles o aún rentables?

Con toda la publicidad positiva alrededor de las microfinanzas, puede ser sorprendente aprender que no todas las IMF son sustentables o capaces de obtener ganancias. A pesar de su rápido crecimiento y operaciones solventes basadas en plataformas teóricas fuertes (tales como usar préstamos grupales, incentivos dinámicos, y pagos frecuentes), menos de la mitad de todas las IMF obtuvieron ganancias y la mayoría todavía requieren la ayuda de los donantes y subsidios. Una falta de sostenibilidad financiera no necesariamente indica una IMF fracasada, más bien surgen preguntas acerca de la misión y dirección de esa IMF en particular. Aún con subsidios, muchas IMF continúan siendo el método más costo-efectivo para aliviar la pobreza; y, como argumentamos previamente, los subsidios pueden ayudar a cambiar el perfil del cliente objetivo desde el pobre hacia el extremadamente pobre.

Para una IMF, ser sostenible puede significar una de dos cosas: la organización puede ser operacionalmente sostenible o puede ser financieramente sostenible. Una IMF que es operacionalmente sostenible acumula suficientes ingresos para cubrir el costo de operación del negocio, pagando supervisores de préstamos, abriendo sucursales, etc. Los subsidios pueden todavía ser usados para emitir préstamos o cubrir préstamos no cumplidos. Una institución que es financieramente sostenible no requiere de cualquier insumo subsidiado o fondos externos para operar. Al contrario, acumula dinero a través de sus operaciones de préstamo. El *MicroBanking Bulletin* (2003) encuestó a 124 IMF con un compromiso establecido de convertirse en financieramente sostenibles. En sus encuestas, el *Bulletin* encontró que solamente 66

operaciones eran sostenibles, una tasa ligeramente por encima del 50%. Como lo notaron Armendáriz de Aghion y Morduch (2005, p.232), todos los 124 programas solicitaron ayuda en el manejo de sus estándares de contabilidad y, por lo tanto, “en términos de manejo financiero, [estos 124 programas] fueron así reducidos de lo mejor del grupo.” Datos de sostenibilidad similares no existen para las otras 2,000 + IMF; pero, sin fuertes compromisos similares para la sostenibilidad financiera, el porcentaje de operaciones sostenibles es probable que sea mucho menor que 50%.

El crédito subsidiado es financiado bajo una variedad de formas, algunas de las cuales han sido discutidas brevemente con el ejemplo del Banco Grameen. Las IMF también aseguran fondos de donantes, muchos de los cuales desean aliviar la pobreza pero no han visto rendimientos fuertes con las ONG o en el sector gobierno. Para muchos, las donaciones y subsidios se intentan como un método para hacer que inicien las IMF. No obstante, sin una rendición de cuentas o investigación empírica, es difícil para los donantes decidir hasta qué punto una IMF debe privarse de su dependencia de fondos externos. La ausencia en este debate es una clara comprensión de cómo los subsidios afectan la oferta y demanda de préstamos. Sin subsidios, las tasas de interés pueden aumentar; y, como la teoría de la demanda estándar sugiere, muy pocos préstamos serán solicitados. Además, el aumento de las tasas de interés sin subsidios puede excluir a los proyectos más pobres, incrementando así los rendimientos promedio. Pero, también pueden aumentar el problema de riesgo moral, con tasas más altas, solamente los prestatarios riesgosos solicitan un préstamo, aumentando así la tasa de no pago y disminuyendo los rendimientos. Finalmente, no resulta claro qué influye a los prestamistas subsidiados que tienen la oferta de crédito global. ¿Ellos segmentan el mercado de crédito mientras sirven a los más pobres o eliminan a otros prestamistas, reduciendo la eficiencia global para el mercado?

En algunos casos, las instituciones del gobierno colaboran con las IMF locales; pero, la mayoría de las veces, las organizaciones gubernamentales y las IMF no concuerdan unas con otras, a pesar del hecho de que ambas comparten el objetivo establecido de reducir la pobreza. Un primer ejemplo del fracaso de las iniciativas subsidiadas del gobierno en el mercado para el microcrédito es el Programa de Desarrollo Rural Integrado (IRDP), que asignó el crédito basado en objetivos sociales en la India rural, dando el 30% del crédito a los grupos excluidos socialmente y el 30% a las mujeres. Armendáriz de Aghion y Morduch (2005)

indican que entre 1979 y 1989 el IRDP ofreció más de USD 6 mil millones en crédito subsidiado pero generó tasas de pago de los préstamos por debajo del 60%, con solamente el 11% de los prestatarios obteniendo un segundo préstamo. Durante la misma década, el Banco Grameen también aceptó subsidios en una variedad de formas, pero no cambió su modelo de financiamiento para incluir objetivos sociales. Durante este tiempo, el Banco Grameen vio crecer su membresía a un medio millón de miembros, con tasas de pago por encima del 90%. La experiencia del Banco Grameen y del IRDP durante fines de los años setenta y comienzos de los ochenta es importante debido a las similitudes entre las regiones. Tanto Bangladesh como la India son economías densamente pobladas, rurales y agrarias con altas tasas de pobreza. Por lo tanto, es probable que el éxito comparativo del Banco Grameen durante este período sea indicativo de un modelo de financiamiento más eficiente en lugar de las varianzas en su entorno de financiamiento.

En resumen, aún si muchas IMF no son financieramente sostenibles, el movimiento de las microfinanzas todavía puede ser la mejor inversión por dólar para aliviar la pobreza. Se requiere investigación adicional para mostrar si la sostenibilidad financiera es aún un objetivo deseado, y el trabajo a futuro puede ayudar a entender como los diferentes mecanismos de subsidios pueden equilibrar mejor la sostenibilidad financiera con los objetivos sociales deseados.

6) *¿Puede la competencia entre IMF conducir a mejores resultados?*

A primera vista, la teoría económica estándar sugiere que la competencia debería mejorar el desempeño de las IMF, conducir a mejores servicios y a disminuir las tasas de interés. Con una población muy pobre y, altas tasas de crecimiento, existe también un gran mercado para admitir a más IMF. Históricamente, sin embargo, la competencia ha fracasado en aumentar los servicios y a menudo disminuye la tasa de pago. Cuando los clientes tienen acceso a fuentes alternativas de crédito, las IMF pierden el apalancamiento que ganan de los incentivos dinámicos y de los préstamos progresivos (es decir, los préstamos futuros son contingentes en los pagos de amortización).

A finales de la década de los noventa, Bolivia y el Banco Sol experimentaron una crisis microfinanciera. Cuando el éxito del Banco Sol aumentó y los bancos comerciales empezaron a ver la rentabilidad en un modelo de IMF, se incrementó la competencia. La teoría económica general sugiere que la competencia es inherentemente buena, pero

para las primeras IMF, la competencia redujo la eficiencia a través del debilitamiento de los incentivos: como las opciones de crédito aumentaron para los prestatarios, los incentivos inherentes en un préstamo dinámico o progresivo se volvieron muy débiles. Esto probó ser una dificultad para el Banco Sol, cuyo modelo depende del financiamiento grupal y de los incentivos dinámicos. La competencia principalmente proviene de Acceso FFP, una compañía financiera chilena que pagó a sus empleados con un sistema de incentivos. Durante tres años, Acceso tuvo 90,000 préstamos, y Banco Sol perdió 11% de sus clientes. Las IMF reguladas en Bolivia vieron las tasas vencidas de sus préstamos aumentar del 2.4% al 8.4% en no más de dos años. Debido a la creciente competencia, Banco Sol vio su rendimiento sobre acciones caer en cerca de 20 puntos porcentuales a sólo 9% en 1999 (Armendáriz de Aghion y Morduch, 2005, p. 127).

En su estudio a 2,875 hogares de 192 pueblos en Tailandia, Ahlin y Townsend (2007, p. F43) llegaron a una conclusión similar. Ellos observaron que, con un creciente acceso al crédito, los prestatarios no responden a los incentivos dinámicos. Además, los fuertes lazos sociales, tales como la agrupación de familiares en un pueblo, pueden también disminuir las tasas de pago en la misma forma que la competencia. En sus palabras, “este resultado no ha sido visto en la investigación empírica previa, ni enfatizada en los modelos teóricos.”

En los primeros años de competencia en el sector de las microfinanzas, las IMF se esforzaron para mantener una amenaza creíble de negar el crédito futuro por incumplimientos. En años recientes, sin embargo, la nueva regulación ha ayudado a promocionar la competencia en Bolivia en tanto los prestamistas empezaron a compartir más información sobre los prestatarios. Por ley, ahora la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras requiere informar el nombre y el número de identificación nacional de los prestatarios infractores a Banco Sol y a otros intermediarios financieros regulados. Esta información está disponible para todos los intermediarios financieros a través de acuerdos tanto formales como informales. Este acuerdo ayudó a fortalecer la amenaza de los incentivos dinámicos, y, como resultado, la competencia entre prestamistas ha conducido a un aumento en su base de clientes.

7) *¿Tienen las microfinanzas algún impacto social en términos de empoderamiento femenino y en la educación?*

Cualquier revisión de las microfinanzas es incompleta sin una discusión de su impacto sobre las

mujeres. El *Microcredit Summit Campaign Report* (2000) enumera cerca de mil programas en los cuales el 75% de los clientes fueron mujeres. Yunus (2003) recuenta las dificultades iniciales en la superación de los usos y costumbres sociales en el Bangladesh rural y el financiamiento a las mujeres en esta nación predominantemente islámica. Sin embargo, sus esfuerzos fueron recompensados y el 95% de los clientes actuales del Banco Grameen son mujeres.

Este énfasis sobre las mujeres proviene en mayor medida de la convicción de Yunus de que el financiamiento a las mujeres tiene impacto más fuerte en el bienestar del hogar que el financiamiento a los hombres. Esto ha sido confirmado por un gran volumen de investigaciones sobre microfinanzas. En países donde las microfinanzas son predominantes, los datos a nivel de país revelan signos de una transformación social en términos de una menor tasa de fertilidad y del aumento en las tasas de alfabetismo en las mujeres. Pitt y Khandker (1998) muestran que los préstamos a las mujeres tienen un impacto positivo sobre los resultados, tales como la educación de los niños, el uso de anticonceptivos, y el valor de los activos, excluida la tierra, de las mujeres. Khandker (2005) encuentra que el financiamiento a una mujer tiene un impacto mayor en el gasto familiar per cápita en bienes alimenticios y no alimenticios, que el financiamiento al hombre. Entre otras cosas, esto también mejora la nutrición, el cuidado de la salud, y las oportunidades educativas de los niños en estos hogares. Smith (2002) valida esta afirmación usando datos empíricos para Ecuador y Honduras para comparar las instituciones de microfinanzas que también ofrecen servicios de salud con instituciones que ofrecen solamente crédito. Él observó que, “en ambos países, la participación del banco en salud aumenta significativamente el subsiguiente cuidado de la salud sobre la participación de sólo el crédito.” En particular, encontró que la participación en las IMF que ofrecen servicios de salud reduce la tendencia a cambiarse a la alimentación por biberón en tanto aumenta el ingreso. Él anota que los niños alimentados con el seno materno de dos años o menos es un comportamiento clave de mejoramiento de la salud.

Un sesgo pro-femenino en el financiamiento funciona bien para las IMF. Los profesionales creen que las mujeres tienden a ser más adversas al riesgo en su elección de proyectos de inversión, más temerosas de sanciones sociales, y menos móviles (y por lo tanto, de fácil seguimiento) que los hombres; haciendo más sencillo para las IMF asegurar una tasa de pago muy alta. Varios estudios tanto de Asia como de América Latina han mostrado que

las tasas de pago son significativamente más altas para las prestatarias femeninas en comparación con sus contrapartes masculinas.

Sin embargo, los críticos han argumentado que las microfinanzas han hecho muy poco para cambiar el estatus de las mujeres dentro del hogar. Un estudio muy citado de Goetz y Gupta (1996) puntualiza la evidencia de que en su mayoría son los hombres de los hogares y no las mujeres prestatarias quienes actualmente ejercen control sobre los préstamos. Además, las microfinanzas hacen poco para transformar el estatus de las mujeres en términos de la elección ocupacional, movilidad, y estatus social dentro de la familia. Por lo tanto, las microfinanzas difícilmente *empoderan* a las mujeres en cualquier sentido importante. Si bien este puede ser verdaderamente el caso, no se puede negar el hecho de que las microfinanzas han proporcionado hasta ahora oportunidades de trabajo no realizadas para las mujeres con habilidades limitadas en actividades tradicionales.

8) *¿Puede el experimento de las microfinanzas ser replicado exitosamente en cualquier parte del mundo?*

Si bien la revolución de las microfinanzas ha registrado éxito en la mayoría de países en desarrollo del mundo, ha alcanzado poco éxito en algunas de las naciones más desarrolladas. Aquí el ejemplo más notable es el *Good Faith Fund* en Arkansas, donde las microfinanzas han fracasado en entregar el mismo crecimiento rápido y alivio de la pobreza como ha sido en los países en desarrollo. Esto parece razonable dado el porcentaje relativamente pequeño de aquellos que viven en la pobreza y la red de seguridad mucho más grande ofrecida a los pobres a través de programas de bienestar y desempleo. Como Yunus (2003, p. 189) establece, “En el mundo desarrollado, mi mayor némesis es la tenacidad del sistema de bienestar social ... [M]uchos calculan el monto de la asistencia social en dinero y cobertura de seguro que perderían al volverse empleados por su propia cuenta y concluyen que el riesgo no merece el esfuerzo.” Yunus correctamente apunta a un factor de motivación para el éxito relativamente débil de las microfinanzas en los Estados Unidos, pero los estudios han encontrado otras razones del porqué las microfinanzas han fallado en su entrega: por ejemplo, una falta de oportunidades de emprendimiento para los pobres, una ausencia de estructura grupal, y la multitud de opciones que enfrentan los pobres de Estados Unidos.

¿Por qué las iniciativas de microfinanzas han fallado en los Estados Unidos? En su estudio de las



microfinanzas en Estados Unidos, Edgcomb, Klein, y Clark (1996) encuentran que la microempresa contabiliza solo del 8 al 20% de todos los trabajos; debido a la disponibilidad de trabajos asalariados y a la asistencia pública. Cuando se compara con el 60 al 80% de los trabajos ofrecidos por la microempresa en los países en desarrollo, el conjunto de beneficiarios potenciales de las microfinanzas en Estados Unidos es significativamente más pequeño. Schreiner y Woller (2003) puntualizan que las características de los pobres son diferentes en las dos regiones. En los países en desarrollo, los trabajos son relativamente escasos y por lo tanto, el grupo de desempleados probablemente incluye en promedio a individuos que son altamente calificados o mejor motivados para convertirse en emprendedores. Al contrario, en los Estados Unidos, donde la pobreza es mucho menos prevalente, la mayoría de los individuos con características citadas anteriormente pueden encontrar trabajo. Además, el monto de la regulación de negocios pequeños en los Estados Unidos presenta problemas; un microempresario debe conocer su negocio propuesto pero debe también entender las leyes y las regulaciones locales y federales. Para competir con mercados nacionales mucho más grandes, los propietarios de pequeños negocios deben además entender cómo realizar de forma sobresaliente el mercadeo de sus productos tanto en los mercados locales como en mercados más grandes. La falta de trabajadores altamente calificados o mejor motivados entre los pobres en los Estados Unidos, combinada con los costos de entrada más altos para la microempresa exitosa, hacen más difícil las iniciativas de microfinanzas exitosas. Schreiner (1999) encuentra que, en términos absolutos, solo una persona entre cien fue capaz de trasladarse del desempleo al empleo propio a través de la microempresa.

Taub (1998) ofrece una explicación ligeramente diferente: Encuentra que los mercados para los prestatarios difieren entre regiones. En Bangladesh, la mayoría de emprendedores pequeños se involucran en actividades de producción de bienes que, cuando se combinan con sus pequeños mercados locales, ofrecen una corriente casi inmediata de ingresos. Esta característica permite al Banco Grameen y a otros requerir pagos semanales, la cual a menudo se cita como una razón primaria para sus altas tasas de pago. En los Estados Unidos, la mayoría de emprendedores se involucran en actividades de producción de servicios debido a que es difícil competir contra las economías de escala en la producción de bienes y la distribución dentro del mercado estadounidense. Estos negocios de servicios proporcionan una fuente relativamente

incierto de ingresos, particularmente en las etapas iniciales. Este riesgo, combinado con la red de seguridad que se ofrece a los pobres a través de la asistencia social, desmotiva a muchos emprendedores potenciales de empezar una nueva aventura. En apoyo a este punto, Taub encontró que el probable prestatario proviene de una familia con al menos una fuente de ingreso estacionario, de modo que su nueva aventura no es probable que afecte significativamente los recursos de su familia.

A fines de los años ochenta, el *Good Faith Fund* demostró la dificultad en la formación de una estructura grupal consistente para implementar los préstamos de obligaciones conjuntas. Schreiner y Woller (2003) ofrecen cuatro fallas básicas en la formación de grupos en los Estados Unidos. Primero, sugieren que la naturaleza impersonal de las interacciones en el mercado de los Estados Unidos reduce la necesidad de tener una reputación social y por lo tanto el grupo pierde la habilidad para sancionar a los prestatarios que no pagan. Segundo, los estadounidenses pobres son diversos y por lo tanto es difícil encontrar otros emprendedores potenciales pobres para garantizar un préstamo grupal. En los mercados de Estados Unidos, existe también un límite al número potencial de ideas de pequeños negocios. En los países en desarrollo, un grupo de prestatarios puede ingresar al mercado de hacer canastas con éxito debido a que la economía local es mucho más grande. El grupo garantiza el préstamo pero también ofrece consejos para ayudar a tener éxito en el mercado. En los Estados Unidos, la demanda por micronegocios es mucho más pequeña y diversos grupos de personas deben empezar diferentes aventuras de negocios. Existe poco valor para el grupo fuera de una garantía de préstamo porque los miembros del grupo no comparten el mismo riesgo en sus negocios. Tercero, los incumplimientos no son a menudo implementados en los esquemas grupales, como lo encontró Hung (2003). Finalmente, los grupos a menudo se dividen en los Estados Unidos porque los pobres tienen acceso a otras formas de crédito. Este crédito puede ser más atractivo porque no requiere los costos de transacción para negociar con un grupo.

Para los Estados Unidos, los esquemas de financiamiento grupal al estilo Grameen puro han fracasado en la presentación de resultados sustanciales, pero esto no significa que no han beneficiado a los pobres. Más bien, las operaciones de microfinanzas en los Estados Unidos a menudo han cambiado a operaciones de financiamiento individual que requieren que los prestatarios asistan obligatoriamente a programas de entrenamiento de pequeños negocios u ofrecen préstamos para que

asistan a escuelas especializadas para profesiones específicas. Una diferencia fundamental es que las microfinanzas en los Estados Unidos ayudan a colocar a los pobres en empleos asalariados existentes en lugar de crear nuevos trabajos. El entrenamiento adicional aumenta sustancialmente los costos al punto que muchas IMF estadounidenses no son autosostenibles, más bien dependen de donaciones y subsidios. Edgcomb, Klein, y Clark (1996) encuentran que el costo promedio para otorgar y servir un préstamo fue de USD 1.47 por dólar prestado, con un rango de costos que van desde USD 0.67 a USD 2.95. Sin cobrar tasas de interés usureras, puede ser difícil ganar un rendimiento alto del mismo modo, particularmente con el mercado de microfinanzas muy pequeño. Taub (1998) informa que desde 1989 a 1992, el *Good Faith Fund* promedió solo 18 nuevos clientes de préstamos por año.<sup>19</sup> En los años siguientes, el número promedio de nuevos clientes de préstamos aumentó hasta veintitantos antes de que un cambio en la administración y un cambio en el énfasis redujeran sustancialmente aquellos números. Con préstamos pequeños, promediando apenas USD 1,600 por año para los primeros cuatro años, se volvió imposible para el *Good Faith Fund* incluso aproximarse a igualar los salarios del personal combinado de USD 450,000.

Debido en parte a estas estructuras de altos costos, Bhatt, Tang, y Painter (2002) encuentran evidencia directa de que cerca de un tercio de las IMF que empezaron en California en 1996 dejaron de existir en 1998. En lugar de concentrarse en volverse autosuficientes, Schreiner (2002, p.82) discute por más evaluaciones cuantitativas de las IMF. Él asevera que “el secreto sucio en la microempresa es que pocas evaluaciones son realmente exámenes... [Las] evaluaciones fueron financiadas y conducidas por personas que creían ya que la microempresa era importante.” Schreiner concluye así que un objetivo principal para ayudar a aliviar la pobreza debería ser evaluar la eficiencia de las IMF y, si fuera necesario, reasignar los recursos a otros programas de entrenamiento que se especialicen en aliviar la pobreza, no en el desarrollo económico.

## VI. El futuro de las microfinanzas

El número de las IMF ha estado creciendo de

<sup>19</sup> En el momento del estudio de Taub, la densidad poblacional en Bangladesh fue de 814 por kilómetro cuadrado, mientras que las densidades de población de los condados de Arkansas atendidos por el *Good Faith Fund* fueron solo de 36, 9, 8, 9.1, y 10.33 por kilómetro cuadrado (condados Jefferson, Lincoln, Desha, Chicot, y Ashley, respectivamente).

manera estable, y las 100 mejores IMF está aumentando sus bases de clientes a una tasa de 26% por año.<sup>20</sup> Para financiar este crecimiento espectacular, las IMF han recurrido a una variedad de fuentes, muchas de las cuales dependen del financiamiento de fuentes locales para protegerse del riesgo cambiario. Actualmente las IMF, se están moviendo hacia el mercado internacional y están enfrentando desafíos tales como desarrollar métodos de calificación estándar; protegerse del riesgo cambiario y del riesgo país; y atender requerimientos de grandes volúmenes para una oferta internacional. Pero, de acuerdo con Reddy (2007) de Acción Internacional, “Muchos creen que los ahorros movilizados de los depositantes locales serán al final la fuente más grande de capital para las microfinanzas. El capital extranjero proporciona el 22% del financiamiento para las mejores 100 IMF, pero los ahorros son la primera fuente de capital, representando el 41% de todos los activos en el 2005.”<sup>21</sup> Muchas IMF tienen una tasa de ahorro obligatoria o sugerida; y, para préstamos muy grandes, las IMF a menudo requieren a los prestatarios depositar el 5% del préstamo de vuelta en una cuenta de ahorros. Algunas, pero no todas, tienen restricciones en cuándo y cómo se puede acceder a ese dinero.

Si bien no es la fuente principal de financiamiento, el capital extranjero todavía representa una porción significativa del financiamiento actual para las mejores 100 IMF. Como encontró Elizabeth Littlefield del fondo CGAP, la inversión estadounidense en las microfinanzas extranjeras en el 2006 fue de USD 4 mil millones, que es más del doble del total del 2004 de USD 1.6 mil millones. Este financiamiento proviene de dos fuentes principales: las instituciones financieras internacionales y los instrumentos de inversión de las microfinanzas. Para acceder a esta inversión extranjera, las IMF están empezando a usar nuevos instrumentos de finanzas de deuda estructurada, incluyendo las obligaciones de deuda garantizadas (CDO), y la titularización.

Hasta hoy, una de las emisiones de deuda internacional mejor conocida fue estructurada por Blue Orchard Finance en el 2004. Esta negociación, valorada en USD 40 millones, vinculó a 90 inversionistas con nueve IMF en América Latina, Europa Oriental, y Sudeste de Asia. La principal innovación de la negociación del Blue Orchard fue la introducción de un sistema de jerarquización

<sup>20</sup> Análisis MIX Market de las mejores 100 IMF; (<www.mixmarket.org>).

<sup>21</sup> Datos tomados del análisis del MIX Market de las mejores 100 IMF; (<www.mixmarket.org>).

(de cinco tramos) que permitió diferentes apetitos de riesgo entre los inversionistas. Las microfinanzas también están empezando a acumular dinero en el mercado de acciones, a través de organizaciones como Accion Investments, las cuales han invertido USD 12.4 millones en cinco instituciones (Reddy y Rhyne, 2006).

En el 2006, las primeras cuentas por cobrar titularizadas de microfinanzas llegaron al mercado por el *Bangladesh Rural Advancement Committee* (BRAC). BRAC es una ONG que presta dinero a los extremadamente pobres, concentrándose principalmente en ofrecer crédito a las mujeres para desarrollar sus propias actividades generadoras de ingreso. La transacción fue estructurada por RSA Capital, CitiGroup, the Netherlands Financing Company, y KfW Bank of Germany y ha titularizado USD 180 millones en cuentas por cobrar durante un período de seis años.

De acuerdo a CitiGroup, el 65% de los préstamos son para los extremadamente pobres, quienes piden prestado desde USD 50 a USD 100. BRAC ofrece tres préstamos, con base principalmente en la tenencia de tierras del prestatario. Para aquellos con menos de un acre de terrenos, los prestatarios pueden obtener desde USD 50 a USD 500 a una tasa de interés fija del 15%, con pagos de un año, con 46 abonos semanales. Los marginalmente pobres, aquellos que son propietarios de más de un acre de terrenos y están involucrados en empresas agrícolas, pueden calificar para préstamos entre USD 166 y USD 833 con una tasa de interés fija de 15%. Este producto debe ser pagado en cuotas mensuales iguales, con plazos de 12 ó 18 meses. Finalmente, BRAC ofrece préstamos más grandes para que los emprendedores empiecen su propio negocio. Estos préstamos son productos mensuales (a 12, 18 ó 24 meses) con una tasa de interés del 15%.<sup>22</sup> BRAC emplea un esquema dinámico de préstamos, en el cual el pago oportuno garantiza el futuro acceso a crédito. Este mecanismo es similar al de las obligaciones de préstamos conjuntas, excepto que en este caso quienes piden prestado son responsables de su propio futuro.

*International Financing Review Asia* distinguió el negocio BRAC con el título de la mejor titularización en Asia Pacífico en el 2006 debido a que “uno de los aspectos más impresionantes de la transacción es la manera en que trata con la complejidad pura de un consorcio dinámico que incluirá a cerca de 3.3 millones de préstamos de corto plazo para los cuales el promedio del principal adeudado

es cerca de USD 95.”<sup>23</sup> A la titularización le fue otorgada una calificación AAA de los mercados locales de Bangladesh, con CitiGroup y Netherlands Financing Company comprando cada uno una tercera parte de los certificados. El tercio restante fue dividido entre CitiGroup Bangladesh y dos bancos locales de Bangladesh.

Este negocio se distingue de las obligaciones de deuda colateralizada que Blue Orchard Loans for Development emitió en abril de 2006, en el cual se incluyó financiamiento para 21 IMF de 12 países con USD 99.1 millones de inversiones comerciales. La principal diferencia entre una CDO y una titularización es que la CDO depende de la capacidad de la IMF para pagar el préstamo, a diferencia de un préstamo titularizado que depende de los prestatarios subyacentes para pagar. Una CDO es otro instrumento para atraer inversionistas a las microfinanzas, pero es aún limitado por la capacidad para calificar la solvencia de diferentes IMF. Para ayudar en este tema, S&P publicó una metodología de calificación para microfinanzas en junio del 2007. Aplicando una metodología común, S&P será capaz de enviar una fuerte señal a los potenciales inversionistas acerca de la calidad de las inversiones de las IMF. No resulta claro aún si la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos tendrán un efecto sobre los apetitos de riesgo de los inversores para más titularizaciones colateralizadas y si las titularizaciones de las microfinanzas serán vistas como préstamos “preferenciales”.

Walter y Krauss (2006) son de la opinión que lo opuesto debería ser cierto, es decir, esas microfinanzas pueden reducir la volatilidad del portafolio, y sus pruebas empíricas muestran que las instituciones de microfinanzas tienen una baja correlación respecto a los movimientos generales del mercado. Ellos sugieren que este fenómeno es provocado por el continuo y diverso fondeo a través de las agencias donantes internacionales y debido a que los microempresarios pueden estar menos integrados a la economía formal. Cuando los mercados entran en una desaceleración, los microempresarios pueden experimentar un efecto contracíclico, como que los consumidores desplacen su consumo hacia abajo, por productos más baratos.

Fuera de los mercados de crédito internacionales, las microfinanzas han continuado recibiendo apoyo de las bases y cobertura popular de los medios. Organizaciones tales como Kiva.org sirven como intermediarios y conectan donantes

<sup>22</sup> Ver el desarrollo económico e información de microfinanzas del BRAC en ([www.brac.net/microfinance.htm](http://www.brac.net/microfinance.htm)).

<sup>23</sup> CitiGroup: “Innovative BRAC Microcredit Securitization honored in Bangladesh.” consultado el 16/1/07; ([www.citigroup.com/citigroup/press/2007/070116b.htm](http://www.citigroup.com/citigroup/press/2007/070116b.htm)).

individuales con microempresarios. Kiva.org permite a los individuos escoger un negocio, originado de su propio micropréstamo, y a cambio recibe actualizaciones de su revista electrónica y pagos de sus prestatarios. La mayoría de los préstamos son pequeños, entre USD 50 y USD 100 y tienen plazos para el pago desde 6 meses a un año, pero el prestamista no recibe ningún interés de su préstamo. Más bien, reciben actualizaciones de la revista e informes de progreso a manera de interés, permitiéndole saber a los prestamistas que su dinero ha tenido un buen uso. Al final del año, los proveedores pueden comenzar el ciclo nuevamente o retirarse. Hasta la fecha, 128,547 individuos han prestado más de USD 12 millones con una tasa de pagos informada por ellos mismos mayor a 99%. Medios de comunicación populares como el *Wall Street Journal* (23 de septiembre de 2007, 21 de agosto de 2007, 21 de octubre de 2006), *New York Times* (27 de marzo de 2007, 10 de diciembre de 2006), *National Public Radio* (7 de septiembre de 2007, 19 de junio de 2007, 6 de abril de 2007), y otros han dado una amplia y frecuente cobertura a Kiva.org, haciendo del movimiento de las microfinanzas accesible a prestamistas así como lo hizo el Banco Grameen con sus prestatarios.

## VII. Conclusión

Con el reconocimiento del Premio Nobel de la Paz en el 2006, la visión de Muhammad Yunus de extender el crédito a los pobres ha alcanzado un nivel global. Las microfinanzas no son la panacea para aliviar la pobreza; pero, con profesionales comprometidos, una riqueza de trabajo teórico, y una creciente demanda tanto de inversión internacional como individual, las microfinanzas son una herramienta para aliviar la pobreza que ha probado ser tanto efectiva como adaptable. Mediante las innovaciones en préstamos grupales y dinámica de incentivos, las IMF han sido capaces de prestar exitosamente a quienes tradicionalmente han sido ignorados por los bancos comerciales, debido a la carencia de calificación crediticia y de garantías. Los pobres han respondido con calidad, pagando sus préstamos con tasas significativas de pago. Como las IMF han crecido y han llegado a nuevos clientes, han continuado innovando en el ofrecimiento de préstamos individuales, opciones de ahorro, seguros de vida y buscando nuevas formas de capital en los mercados internacionales y domésticos. Las microfinanzas se han extendido a los cinco continentes y a cientos de países, aunque su éxito en los mercados estadounidenses ha sido mal definido, debido a que los prestamistas

luchan con mayores costos de transacción en el ofrecimiento de préstamos y en el inicio de microempresas. Como más y más IMF están siendo autosuficientes y en continua expansión de su base de clientes, será deber de todas las partes interesadas en el alivio de la pobreza buscar otras formas de innovar. Por ahora, las microfinanzas siguen siendo una solución viable para el desarrollo económico y el alivio de la pobreza, tanto en Bangladesh como alrededor del mundo. Con más transparencia desde las instituciones y mejores estándares de calificación, la afluencia de capitales de inversión de los mercados internacionales seguirá conduciendo las microfinanzas hacia el objetivo de Yunus de un mundo libre de pobreza.

## Referencias

- Ahlin, C., y R. M. Townsend (2007), "Using Repayment Data to Test across Models of Joint Liability Lending", *Economic Journal*, vol. 117, n° 517, febrero, pp. F11-51.
- Aleem, I. (1990), "Imperfect Information, Screening, and the Costs of Informal Lending: A Study of a Rural Credit Market in Pakistan", *World Bank Economic Review*, vol. 4, n° 3, septiembre, pp. 329-49.
- Armendáriz de Aghion, B., y J. Morduch (2000), "Microfinance: Beyond Group Lending", *Economics of Transition*, vol. 8, n° 2, julio, pp. 401-420.
- Armendáriz de Aghion, B., y J. Morduch (2005), *The Economics of Microfinance*, MIT Press, Cambridge, Ma.
- Bhaduri, A. (1973), "A Study in Agricultural Backwardness Under Semi-feudalism", *Economic Journal*, vol. 83, n° 329, marzo, pp. 120-137.
- Bhaduri, A. (1977), "On the Formation of Usurious Interest Rates in Backward Agriculture", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 1, n° 4, diciembre, pp. 341-52.
- Bhatt, N., S. Yan Tang y G. Painter (2002), "Microcredit Programs in the United States: The Challenges of Outreach and Sustainability," en J. Carr y Z.-Y. Tong (eds.), *Replicating Microfinance in the United States*, Woodrow Wilson Center Press, Washington, D. C.
- Bottomley, A. (1975), "Interest Rate Determination in Underdeveloped Rural Areas", *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 57, n° 2, mayo, pp. 279-91.
- Braverman, A., y J. L. Guasch (1986), "Rural Credit Markets and Institutions in Developing

- Countries: Lessons for Policy Analysis from Practice and Modern Theory”, *World Development*, vol. 14, n<sup>os</sup> 10-11, octubre-noviembre, pp. 1253-67.
- Dehejia, R., H. Montgomery y J. Morduch (2005), *Do Interest Rates Matter? Credit Demand in the Dhaka Slums*, texto mimeografiado, marzo.
- Edgcomb, E., J. Klein y P. Clark (1996), *The Practice of Microenterprise in the US: Strategies, Costs, and Effectiveness*, Aspen Institute, Washington, D. C.
- Emran, M. S., A. K. M. M. Morshed y J. E. Stiglitz (2006), *Microfinance and Missing Markets*, texto mimeografiado, octubre.
- Foster, J., J. Greer y E. Thorbecke (1984), “A Class of Decomposable Poverty Measures”, *Econometrica*, vol. 52, pp. 761-66.
- Ghatak, M. (2000), “Screening by the Company You Keep: Joint Liability Lending and the Peer Selection Effect”, *Economic Journal*, vol. 110, n<sup>o</sup> 465, julio, pp. 601-31.
- Ghatak, M., y T. Guinnane (1999), “The Economics of Lending with Joint Liability: Theory and Practice”, *Journal of Development Economics*, vol. 60, n<sup>o</sup> 1, octubre. pp. 195-228.
- Goetz, A. M., y R. S. Gupta (1996), “Who Takes the Credit? Gender, Power, and Control Over Loan Use in Rural Credit Programs in Bangladesh”, *World Development*, vol. 24, n<sup>o</sup> 1, enero, pp. 45-63.
- Hung, C. K. R. (2003), “Loan Performance of Group-Based Microcredit Programs in the United States”, *Economic Development Quarterly*, vol. 17, n<sup>o</sup> 4, noviembre, pp. 382-95.
- Khandker, S. R. (2005), “Microfinance and Poverty: Evidence Using Panel Data from Bangladesh”, *World Bank Economic Review*, vol. 19, n<sup>o</sup> 2, septiembre, pp. 263-86.
- MicroBanking Bulletin (2003), “Focus on Savings”, n<sup>o</sup> 9, julio, pp. 72-76; <[www.mixmbb.org](http://www.mixmbb.org)>.
- Morduch, J. (1999), “The Microfinance Promise”, *Journal of Economic Literature*, vol. 37, n<sup>o</sup> 4, diciembre, pp. 1569-614.
- Pitt, M. M., y S. R. Khandker (1998), “The Impact of Group-Based Credit Programs on Poor Households in Bangladesh: Does the Gender of Participants Matter?”, *Journal of Political Economy*, vol. 106, n<sup>o</sup> 5, octubre, pp. 958-96.
- Reddy, R. M. (2007), “Microfinance Cracking the Capital Markets II”, *InSight*, n<sup>o</sup> 22, mayo, pp. 1-17.
- Reddy, R. M., y E. Rhyne (2006), “Who Will Buy Our Paper: Microfinance Cracking the Capital Markets?”, *Insight*, n<sup>o</sup> 18, abril, pp. 1-19.
- Rhyne, E. (2001), *Mainstreaming Microfinance: How Lending to the Poor Began, Grew, and Came of Age in Bolivia*, Kumarian Press, Bloomfield, CT.
- Schreiner, M. (1999), “Lessons for Microenterprise Programs from a Fresh Look at the Unemployment Insurance Self-Employment Demonstration”, *Evaluation Review*, vol. 23, n<sup>o</sup> 5, octubre, pp. 503-26.
- Schreiner, M. (2002), “Evaluation and Microenterprise Programs in the United States”, *Journal of Microfinance*, vol. 4, n<sup>o</sup> 2, otoño, pp. 67-91.
- Schreiner, M., y G. Woller (2003), “Microenterprise Development Programs in the United States and in the Developing World”, *World Development*, vol. 31, n<sup>o</sup> 9, septiembre, pp. 1567-1580.
- Sengupta R., y C. P. Aubuchon (2000), *Microcredit Summit Campaign Report 2000*; <[www.microcreditsummit.org/campaigns/report00html#overview](http://www.microcreditsummit.org/campaigns/report00html#overview)>.
- Smith, St. C. (2002), “Village Banking and Maternal and Child Health: Evidence from Ecuador and Honduras”, *World Development*, vol. 30, n<sup>o</sup> 4, abril, pp. 707-23.
- Stiglitz, J., y A. Weiss (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, vol. 71, n<sup>o</sup> 3, junio, pp. 393-410.
- Taub, R. P. (1998), “Making the Adaptation Across Cultures and Societies: A Report on an Attempt to Clone the Grameen Bank in Southern Arkansas”, *Journal of Developmental Entrepreneurship*, vol. 3, n<sup>o</sup> 1, verano, pp. 353-369.
- Walter, I., y N. A. Krauss (2006), *Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?*, 9 de noviembre (Working paper); <<http://ssrn.com/abstract=943786>>.
- Yunus, M. (2000), *Grameen Bank II: Designed to Open New Possibilities*, Grameen Bank, 2 de octubre; <[www.grameen-info.org/bank/bank2.html](http://www.grameen-info.org/bank/bank2.html)>.
- Yunus, M. (2003), *Banker to the Poor: Micro-Lending and the Battle Against World Poverty*, Public Affairs, New York.
- Yunus, M. (2007), *What Is Microcredit?*, Grameen Bank, septiembre; <[www.grameen-info.org/bank/WhatIsMicrocredit.htm](http://www.grameen-info.org/bank/WhatIsMicrocredit.htm)>.

# Descomposición de los tipos de interés nominales en España durante la convergencia hacia la Unión Monetaria\*

Ricardo Gimeno  
José Manuel Marqués Sevillano

## I. Introducción

Los tipos de interés nominales de los instrumentos de renta fija libres de riesgo de crédito incorporan implícitamente los tres elementos siguientes: el tipo de interés real, que es la rentabilidad real exigida por el mercado por la inversión en tales activos; las expectativas medias de inflación durante la vida del producto; y una prima de riesgo que compensa a sus tenedores por la incertidumbre asociada a la evolución de los precios.

Es importante notar que el concepto de tipo de interés real al que se hace referencia en el párrafo anterior es distinto del que se obtiene ajustando la rentabilidad nominal por la inflación observada durante la vida del instrumento de renta fija. Para distinguirlos, generalmente se les denomina tipo de interés real *ex ante* y *ex post*, respectivamente. El primero tiene normalmente un mayor interés analítico ya que, de acuerdo con la teoría económica, es el que determina las decisiones de gasto de los agentes. Esta acepción es, asimismo, la relevante en la valoración de los activos, como la vivienda y las acciones, cuyos rendimientos están vinculados a la evolución de la inflación.

La extracción de los otros dos componentes es también interesante para distintos fines. Así, por ejemplo, para las autoridades monetarias resulta de especial relevancia aproximar las expectativas de inflación del mercado a distintos horizontes y comprobar hasta qué punto estas están en línea

con los objetivos del banco central. En este contexto también es útil conocer la prima de riesgo, en la medida en que sus movimientos podrían recoger cambios en la incertidumbre en torno a la evolución futura de los precios.

Sin embargo, ninguno de estos tres componentes es directamente observable, por lo que para extraerlos a partir de la información disponible debe utilizarse algún procedimiento de estimación. Una forma sencilla que se utiliza a menudo para aproximar los tipos de interés reales *ex ante* es a partir de los *ex post*. Obviamente este enfoque es demasiado simple, pues descansa en el supuesto implícito de que la prima de riesgo es nula y que la tasa de inflación esperada coincide con la observada. Este planteamiento no sería válido, por tanto, para países con elevada inestabilidad macroeconómica (que suele estar relacionada con altas primas de riesgo) o en períodos en los que se produce una importante moderación en el ritmo de avance de los precios, que los agentes pueden no incorporar de manera inmediata en sus expectativas.<sup>1</sup> En la literatura se han desarrollado, no obstante, metodologías más sofisticadas que pueden utilizarse en estos contextos.

En el caso de la economía española, durante el período de convergencia de la década de los noventa se produjo una intensa reducción de los tipos de interés nominales. Para valorar las implicaciones de este desarrollo es importante conocer cuál de los tres componentes contribuyó en mayor medida a esta evolución. Las rentabilidades ajustadas por la inflación observada también descendieron

\* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de R. Gimeno y J. M. Marqués Sevillano, ambos de la Dirección General del Servicio de Estudios, del Banco de España, basado en el trabajo *Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process*, que se ha publicado en la serie de Documentos de Trabajo del Banco de España con el número 0802. Para más detalles se puede consultar dicho documento.

<sup>1</sup> Por ejemplo, Goodfriend y King (2005) plantean que las expectativas de inflación en Estados Unidos durante la deflación de la economía estadounidense en los ochenta pudieron ser sistemáticamente superiores a las observadas.

notablemente. Sin embargo, este procedimiento no parece muy correcto para aproximar los tipos de interés reales *ex ante* durante este período. Así, no resultaría sorprendente que se hubieran producido desviaciones sistemáticas entre la inflación observada, que respondía a los esfuerzos para alcanzar una convergencia nominal con la media de los países de nuestro entorno, y la esperada, que tenía en cuenta las elevadas tasas de expansión de los precios registradas en el pasado. Por otra parte, parece razonable que la prima de riesgo se hubiese reducido significativamente a lo largo de dichos años, en línea con el marco de mayor estabilidad macroeconómica que permitió la entrada en la Unión Monetaria. En consecuencia, para lograr una descomposición adecuada de los tipos de interés nominales en aquella época es necesario utilizar una metodología más sofisticada.

En este contexto, el objetivo de este artículo es obtener una descomposición de los tipos de interés nominales en sus tres componentes para la economía española durante la década de los noventa. Para ello, en la siguiente sección se ofrece una breve descripción de los principales desarrollos económicos y financieros entre 1990 y 1998; en el tercer apartado se resumen las diferentes metodologías disponibles en la literatura para estimar estas variables y se presenta la que se utiliza en este trabajo; en el cuarto se muestran e interpretan los resultados encontrados; y por último, en el quinto, se extraen algunas conclusiones.

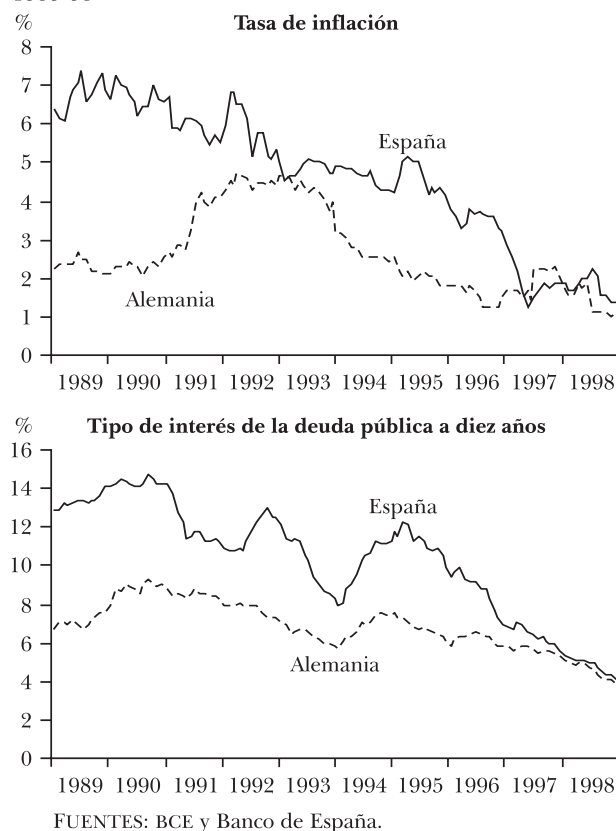
## II. El proceso de convergencia en España entre 1990 y 1998<sup>2</sup>

En junio de 1989 la peseta se incorporó al Sistema Monetario Europeo (SME). Se esperaba que este hecho favoreciese el anclaje de las expectativas de inflación hacia valores más próximos a los observados en otros países de nuestro entorno como Alemania, con la que se mantenía un diferencial de crecimiento de los precios de más de cuatro puntos porcentuales (véase gráfica I). La economía vivió entonces un período de relativa estabilidad que, sin embargo, concluyó en 1992. Así, en el verano boreal de ese año, la lira italiana y la libra inglesa abandonaron el SME mientras que la peseta, al igual que otras divisas, experimentó sucesivas devaluaciones hasta agosto de 1993. En esta última fecha se ampliaron las bandas del SME, con lo que se logró mitigar la volatilidad de los mercados

<sup>2</sup> Una explicación más detallada de la transformación de la política monetaria española en ese período puede encontrarse en Ayuso y Escrivá (1997).

cambiarlos, si bien a costa de reducir algo el anclaje nominal que suponía el control más estricto del tipo de cambio (véase gráfica II).

**GRÁFICA I. TASA DE INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS, 1989-98**

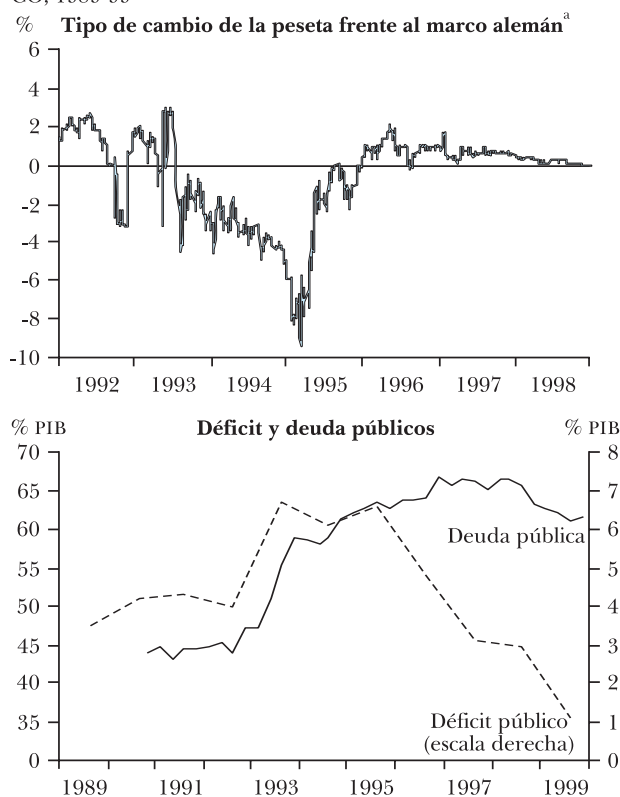


En este contexto resultaba prioritario reestablecer en los agentes económicos la credibilidad de una política monetaria que volvía a tener un mayor grado de discrecionalidad. Para evitar un rebrote de las tensiones inflacionarias, favorecido por las sucesivas devaluaciones y por el inicio de la recuperación cíclica de la economía durante 1994, se transformó el marco legislativo y estrategia de política monetaria del Banco de España. Así, en junio de 1994 se aprobó la Ley de Autonomía, orientada a reestablecer la confianza de los mercados financieros en la capacidad de la política monetaria para contribuir a la estabilidad macroeconómica. En la misma línea, en 1995 se abandonó la estrategia tradicional de agregados monetarios y se introdujo un esquema caracterizado por objetivos explícitos en términos de tasa de inflación.

Sin embargo, el contexto en el que se llevaron a cabo estos cambios no estuvo exento de tensiones y dificultades, en la medida en que las expectativas sobre la evolución futura de la tasa de inflación se vieron condicionadas por las sucesivas devaluaciones y por las decisiones del Banco de España para

afrontar las tensiones inflacionarias y la inestabilidad cambiaria. Fue a partir de 1996 cuando comenzó a asentarse la credibilidad del nuevo marco de gestión de la política monetaria, lo que unido a una mejora del saldo de la balanza fiscal (véase gráfica II), contribuyó al proceso de descenso significativo en la tasa de inflación, que acabó convergiendo hacia unos niveles compatibles con los requisitos que imponía el criterio de Maastrich para la entrada en la Unión Monetaria (véase gráfica I). Por su parte, el tipo de cambio mostró una clara estabilidad y los tipos de interés a largo plazo se fueron reduciendo progresivamente (véase gráfica II). Finalmente, el 1 de enero de 1999, España fue uno de los once países que conformaron la zona del euro.

**GRÁFICA II. TIPO DE CAMBIO, DEUDA Y DÉFICIT PÚBLICO, 1989-99**



FUENTE: Banco de España.

<sup>a</sup> Apreciación (+), depreciación (-) del tipo de cambio nominal de la peseta frente a su paridad central con el marco alemán.

### III. Métodos para descomponer el tipo de interés nominal

En la literatura existen diferentes métodos para la descomposición de los tipos de interés nominales, que se basan en distintos supuestos, y cuya utilidad depende del objetivo último del ejercicio.

Un primer enfoque que se puede utilizar para

estimar las rentabilidades reales es el que se basa en modelos macroeconómicos generales que ofrecen una visión conjunta del funcionamiento de la economía y de la reacción de sus principales variables ante determinadas perturbaciones. Sin embargo, la complejidad de estos modelos requiere un elevado número de simplificaciones para que resulten manejables. En este sentido, suele ser habitual suponer, entre otras cosas, que existe un único tipo de interés y que las primas de riesgo son nulas. También es frecuente asumir que los agentes forman sus expectativas sobre la inflación mediante mecanismos que no permiten acomodar situaciones particulares como las que tienen lugar durante un proceso de convergencia nominal con una probabilidad de éxito que varía en el tiempo.

Un procedimiento alternativo, de corte más financiero, es el que estima toda la estructura temporal de los tipos de interés bajo el supuesto de ausencia de oportunidades de arbitraje, recogiendo explícitamente la existencia de una prima de riesgo no nula. En estos ejercicios las variables se modelizan como funciones de los llamados *factores latentes*, que son magnitudes no observables que se supone siguen un determinado proceso estocástico. *A posteriori*, se intenta relacionar esos factores con agregados observados en la economía.

Los conocidos como modelos macrofinancieros ofrecen, en cierto sentido, una combinación de las dos aproximaciones anteriores ya que conservan los rasgos característicos del enfoque financiero pero incorporan adicionalmente ecuaciones para algunas variables macroeconómicas clave, como la inflación o el crecimiento. A pesar de su atractivo, la estimación de estos modelos macrofinancieros plantea importantes dificultades. Por una parte, los problemas surgen como consecuencia de emplear de modo conjunto variables financieras, que incorporan de modo inmediato cambios en las expectativas de los participantes en los mercados, con variables macroeconómicas, en las que la influencia de estas modificaciones se plasma al cabo de un período prolongado de tiempo. Además, el componente financiero del modelo se aproxima habitualmente mediante factores que no son observables y que deben ser estimados mediante técnicas estadísticas más o menos sofisticadas.

Una vía para solventar las dificultades anteriores es la sugerida en Kim y Orphanides (2005), donde algunas de las variables financieras no observadas, como las expectativas de tipos de interés, se derivan a partir de la información que proporcionan diferentes tipos de encuestas. De este modo, se obtienen estimaciones más robustas y resulta



más sencillo obtener una descomposición razonable.<sup>3</sup>

Finalmente, en Gimeno y Marqués (2007), que es la aproximación que se sigue en este artículo, se propone un método para descomponer los tipos de interés nominales empleando únicamente variables observadas (la tasa de inflación y los parámetros de la curva de rentabilidades que resumen la información sobre expectativas implícitas en el mercado).<sup>4</sup> Con estos datos, utilizando un modelo tradicional para valorar los títulos de renta fija e imponiendo la ausencia de oportunidades de arbitraje se pueden estimar, de forma robusta, las primas de riesgo,<sup>5</sup> las expectativas de inflación y los tipos de interés reales implícitos en las cotizaciones de los mercados financieros.

#### IV. Resultados

Como se ha comentado anteriormente, la economía española durante el período de convergencia de la década de los noventa no ofrecía un marco adecuado para aproximar los tipos de interés reales *ex ante* como la diferencia entre las rentabilidades nominales y la inflación observada. De hecho, aplicando este enfoque se obtiene que entre 1990 y 1998 las rentabilidades reales a cinco años se habrían reducido más de 6 puntos porcentuales (pp) (véase gráfica III). Tal como señalan Blanco y Restoy (2007), una caída de tal magnitud resulta excesiva a la vista del comportamiento de las variables reales y financieras que, de acuerdo con la teoría económica, determinan los cambios de esta variable.

Sin embargo, utilizando la metodología propuesta en Gimeno y Marqués (2007), los resultados obtenidos son distintos (véase gráfica III). Así, de acuerdo con estas estimaciones, el tipo de interés real a cinco años se habría reducido unos 2.5 pp durante este período, en línea con lo encontrado en episodios similares de moderación de la

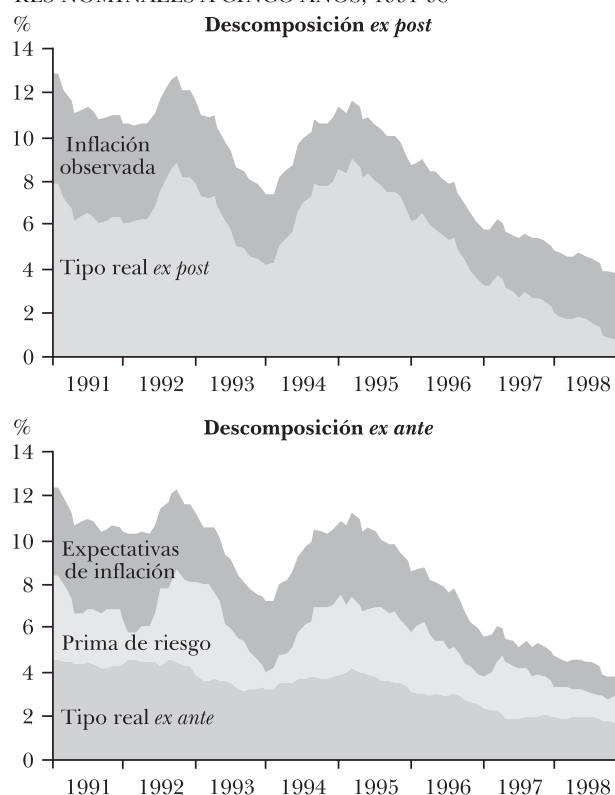
<sup>3</sup> Los modelos que utilizan variables no observadas contienen un elevado número de parámetros a estimar con lo que las estimaciones suelen ser muy poco precisas y muy dependientes de ciertas restricciones que han de imponerse.

<sup>4</sup> Estos parámetros surgen de la estimación de la curva cupón cero. Este procedimiento, que puede encontrarse detallado en Gimeno y Nave (2006), intenta obtener la equivalencia entre las rentabilidades observadas de los títulos de deuda pública (que pagan cupones a distintos períodos) y las rentabilidades teóricas de títulos similares pero de cupón cero (es decir que solo paguen intereses al final de su vida). Para más detalles, véase Gimeno y Marqués (2007).

<sup>5</sup> Las primas de riesgo que se estiman con este enfoque no recogen solamente la incertidumbre asociada con la inflación, sino también la relacionada con variables reales.

tasa de inflación en otros países.<sup>6</sup> De este modo, la mayor parte de la reducción de las rentabilidades nominales sería atribuible al descenso de las expectativas de inflación del mercado y de la prima de riesgo.

GRÁFICA III. DESCOMPOSICIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINALES A CINCO AÑOS, 1991-98



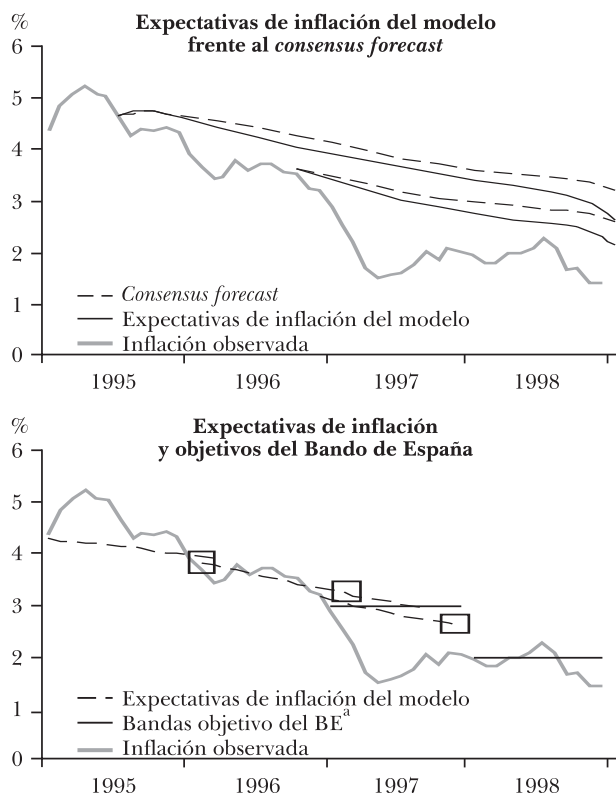
FUENTE: Banco de España.

En la gráfica IV se observa cómo las expectativas de inflación que se derivan de la estimación del modelo están en línea tanto con las contenidas en *Consensus Forecast*<sup>7</sup> como con los objetivos del Banco de España. Sin embargo, la tasa de crecimiento de los precios registrada a partir de 1997 se situó por debajo de lo que se anticipaba, lo que explica en parte que los tipos de interés reales *ex post* estuvieran por encima de las rentabilidades *ex ante* (véase gráfica III).

<sup>6</sup> Así, Laubach y Williams (2003) encuentran que, en Estados Unidos, la tasa natural de interés, concepto que guarda cierta relación con los tipos de interés reales *ex ante*, osciló entre un máximo de 4 y un mínimo de 2 pp entre 1960-2002. Por su parte, Manrique y Marqués (2004) estiman una disminución de esta variable cercana a 3 pp para Alemania entre 1964 y 2003.

<sup>7</sup> En *Consensus Forecast* se recogen las predicciones realizadas por un número limitado de organismos públicos y privados con frecuencia mensual o trimestral. Por ello, las predicciones no tienen porque coincidir exactamente con las que se estiman a partir de los precios negociados en los mercados financieros, en los que participan multitud de inversores.

**GRÁFICA IV. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN, 1995-98**



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

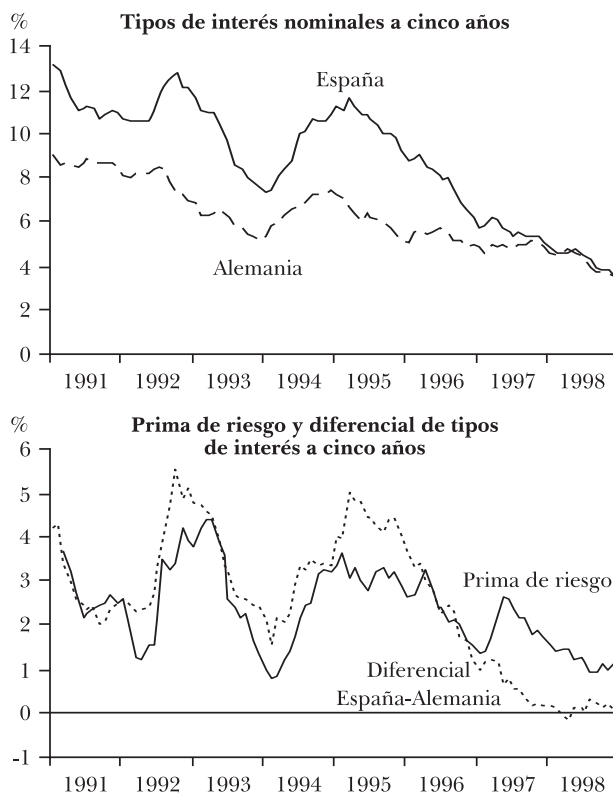
<sup>a</sup> Objetivo de inflación: entre el 3.5% y el 4% al comienzo de 1996 (*Boletín Económico* del Banco de España, diciembre de 1994); próximo al 3% al comienzo de 1997 y por debajo durante el resto del año (*Boletín Económico* del Banco de España, diciembre de 1995); entorno al 2.5% al final de 1997 y del 2% en 1998 (*Boletín Económico* del Banco de España, diciembre de 1995).

El segundo factor que explica el elevado nivel de los tipos de interés *ex post* en comparación con los *ex ante* es la existencia de una prima de riesgo significativa. Tal como se observa en la gráfica III, es este el componente que habría contribuido en mayor medida a la volatilidad de las rentabilidades nominales. La gráfica V ilustra que dicha variabilidad está estrechamente relacionada con el diferencial de rentabilidad entre la deuda española y la alemana, indicador que aproximaba la probabilidad de la entrada de España en la UEM. En este sentido, parece que la incertidumbre que existía en los mercados financieros sobre la capacidad de nuestro país para cumplir con los criterios de Maastricht condicionó la evolución de la prima de riesgo.

Al final de la muestra el comportamiento de estas tres variables se encuentra condicionado por la inminente entrada de España en la Unión Monetaria. Este acontecimiento hace que los mercados de renta fija comiencen a reflejar no tanto las expectativas de la inflación de España como las de la zona del euro en su conjunto, en tanto que la mo-

neda única y la libre circulación de capitales implican la convergencia de las rentabilidades nominales de los países integrantes en dicha área. Por otra parte, la prima de riesgo se sitúa en niveles reducidos, en línea con la menor incertidumbre macroeconómica asociada con la pertenencia a la UEM.

**GRÁFICA V. TIPOS DE INTERÉS Y PRIMA DE RIESGO, 1991-1998**



FUENTES: Datastream y Banco de España.

## V. Conclusiones

En este artículo se han descompuesto los tipos de interés nominales a largo plazo en España entre 1990 y 1998, período en el que la economía española se encontraba inmersa en un proceso de convergencia hacia la UEM. Los resultados obtenidos muestran que de los 9.5 pp de descenso de las rentabilidades nominales 2.5 pp se explican por la reducción de los tipos de interés reales que se estiman conjuntamente con la inflación esperada y la prima de riesgo exigida por los agentes en cada momento.

De acuerdo con esas mismas estimaciones, el elevado nivel de los tipos de interés nominales a principios de la década de los noventa reflejaba unas expectativas de inflación altas y superiores a las finalmente observadas, y una prima de riesgo significativa, cuyo nivel y evolución habrían estado

condicionados por la incertidumbre asociada a la convergencia nominal de nuestra economía. Es precisamente este último componente el que parece explicar en mayor medida la variabilidad de las rentabilidades durante esta etapa.

Estos resultados ilustran como, en determinados contextos, los tipos de interés reales *ex post*, calculados a partir de la diferencia entre la rentabilidad nominal y la inflación observada durante la vida del activo, ofrecen una pobre aproximación a los tipos de interés reales relevantes en el momento de la toma de decisiones de gasto e inversión por parte de los agentes.

### **Referencias**

- Ayuso, J., y J. L. Escrivá (1997), "La evolución de la estrategia del control monetario en España", en Servicio de Estudios del Banco de España, *La política monetaria y la inflación en España*, Alianza Economía.
- Blanco, R., y F. Restoy (2007), *Have real interest rates really fallen that much in Spain?*, Banco de España (Documento de trabajo, nº 0704).
- Gimeno, R., y J. M. Marqués (2007), *Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process*, Banco de España (Documento de Trabajo, nº 0802).
- Gimeno, R., y J. M. Nave (2006), *Genetic algorithm estimation of interest rate term structure*, Banco de España (Documento de Trabajo, nº 0634).
- Goodfriend, M., y R. King (2005), *The incredible Volcker Disinflation*, NBER (Working Paper, nº 1152).
- Kim, D., y A. Orphanides (2005), *Term Structure Estimation with Survey Data on Interest Rate Forecasts*, FEDS (Working Paper, nº 2005-48).
- Laubach, T., y J. Williams (2003), "Measuring the Natural rate of Interest", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, nº 4, pp. 1063-70.
- Manrique, M., y J. M. Marqués (2004), *An empirical approximation of the natural rate of interest and potential growth*, Banco de España (Documento de Trabajo, nº 0416).

# Presentación e información sobre instrumentos financieros\*

Ana Belén Tobaruela de Blas

## I. Importancia de la información sobre instrumentos financieros

### 1) Desarrollo de los mercados financieros

Los mercados financieros han experimentado un desarrollo sin precedentes en los últimos treinta años, de manera que hoy en día la gestión de los recursos financieros y de los riesgos asociados a los mismos, ocupa un lugar estratégico en la gestión empresarial en general, y en la de las entidades de crédito en particular. Este desarrollo se ha visto impulsado por la globalización, la internacionalización y la desintermediación financiera.

### 2) Aparición de nuevos instrumentos financieros

Los instrumentos financieros que existían hace unos años distan mucho de los que existen en la actualidad. La naturaleza dinámica de los mercados financieros ha estimulado una amplia gama de instrumentos financieros, desde los tradicionales hasta las diversas formas de instrumentos derivados. Además, las condiciones económicas existentes desde la década de los años ochenta del pasado siglo, caracterizadas por una elevada volatilidad en los mercados financieros, junto con la progresiva liberalización de la regulación financiera, han propiciado el uso de instrumentos de gestión y traslación de los riesgos por parte de las entidades.

\* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de A. B. Tobaruela de Blas, responsable de la Unidad de Estados Financieros y Operaciones con el Sistema Europeo de Bancos Centrales, del Banco de España. Las opiniones expresadas en el presente documento son exclusivamente de la autora del mismo sin que constituyan en modo alguno la opinión del Banco de España.

### 3) Aumento de la importancia relativa de los instrumentos financieros en todo tipo de empresas

Los instrumentos financieros han pasado a desempeñar un papel fundamental en el proceso de creación de valor de las empresas. Cada vez tienen mayor relevancia, no sólo para financiarse, sino también para rentabilizar recursos ociosos o transferir riesgos. Y no únicamente en las entidades financieras: también las entidades no financieras han aumentado su participación en los mercados de capitales, utilizándolos tanto como mecanismo de financiación alternativo al crédito bancario como para gestionar profesionalmente su liquidez. Por ello, el peso relativo de los instrumentos financieros en el balance de todo tipo de entidades ha aumentado significativamente en los últimos tiempos.

### 4) Creciente relevancia del riesgo asociado al uso de instrumentos financieros

El riesgo asociado al uso de instrumentos financieros, es, sin duda, el tipo de riesgo que ha recibido en los últimos años y continúa recibiendo hoy, mayor atención por parte de los emisores de normas contables de todo el mundo. Diversos factores han contribuido a ello, siendo el más sobresaliente el desastroso resultado final de determinadas operaciones realizadas por grandes empresas con los nuevos instrumentos financieros derivados: la enorme desproporción entre el riesgo asociado a estas operaciones y la información que sobre las mismas se ofrecía a los usuarios se hizo patente de manera traumática. Y lo que es más paradójico, muchos de estos instrumentos fueron diseñados originariamente para cubrir los nuevos riesgos emergentes.

5) *Rápida evolución de las normas de información financiera sobre instrumentos financieros*

La realización de operaciones financieras cada vez más complejas y sofisticadas obliga a adaptaciones de las normas contables para que sean capaces de recoger la realidad económica de las mismas. Por esta razón, las normas sobre instrumentos financieros han experimentado una rápida evolución en los últimos años.

6) *Incremento de la información a revelar sobre instrumentos financieros*

El volumen y exigencias de información que es preciso revelar ahora en relación con los instrumentos financieros, ha registrado un notable incremento. Ello es debido a diversas razones, pero son dos las que, de una u otra forma, aglutinan a todas las demás:

- *La complejidad actual en el entorno de los negocios*, con la consiguiente dificultad de condensar los eventos económicos dentro de los estados financieros primarios (balance y cuenta de pérdidas y ganancias).
- *La concepción de la información financiera pública de la empresa como un mecanismo de control social y de seguimiento*: Las crisis empresariales con las que se inició el nuevo milenio en los países con mercados de capitales más desarrollados (Enron, Worldcom, etc.), generó en los reguladores occidentales un deseo de aumentar la disciplina de mercado, con el fin de desincentivar actuaciones arriesgadas y de esta forma limitar futuras crisis. La demanda de mayores niveles de información respecto de los instrumentos financieros son requerimientos de los usuarios de los estados financieros, en su faceta de control y seguimiento de las empresas.

7) *Importancia de la información suministrada en la Memoria*

Las notas a los estados financieros (la Memoria), constituyen una de las piedras angulares en las normas de presentación de información financiera. La memoria completará la información contenida en los demás estados financieros. Las notas son parte integral de la información financiera de cualquier entidad, si bien frecuentemente son pasadas por alto por parte de los usuarios porque son informaciones con un alto contenido técnico. Sin embargo, son el medio para ampliar o explicar las partidas presentadas en los estados financieros

primarios, y suministran una información muy importante a los usuarios de la información financiera.

## II. Determinación de la normativa aplicable

1) *Necesidad de armonizar las normas de información financiera*

En una economía globalizada, con una continua internacionalización de los mercados, sería absurdo que la información contable no fuera comparable ni comprensible para todos.

Para poder comparar la información de distintas empresas, o de una misma empresa a lo largo del tiempo, es preciso: *i*) aplicar criterios contables homogéneos a las operaciones similares, y *ii*) presentar la información de forma similar.

Existe, pues, un consenso generalizado sobre la necesidad de contar con marcos comunes para el informe financiero, para así reducir la probabilidad de una información inadecuada (que, a su vez, incrementaría el costo de capital) y, al mismo tiempo, garantizar la provisión de información consistente y fiable.

2) *Fuentes normativas*

Al analizar la presentación de los instrumentos financieros en los estados financieros, podemos tener en cuenta referencias diferentes:

*a) Disposiciones del International Accounting Standard Board (IASB)*

Por un lado, podemos analizar lo que establecen al respecto las normas internacionales. Si bien existen básicamente dos organismos emisores de normas contables (el FASB<sup>1</sup> y el IASB<sup>2</sup>), el único que tiene carácter verdaderamente internacional es el IASB. Existe, además, un proyecto a largo plazo para conseguir un conjunto único de normas que estén admitidas internacionalmente y con un único órgano emisor de normas, pero todavía estamos lejos de esta situación. Las normas del IASB que se deben considerar son las que se señalan a continuación:

- NIC 1. Presentación de estados financieros
- NIC 32. Instrumentos financieros: presentación

<sup>1</sup> Federal Accounting Standard Board.

<sup>2</sup> International Accounting Standard Board.

- NIIF<sup>3</sup> 7. Instrumentos financieros: información a revelar

Por todos es conocido el impulso que se está dando a la aplicación de las NIIF con carácter universal, con lo que no es necesario profundizar en ello.

#### *b) Problemática específica de los bancos centrales*

##### *Consenso sobre la necesidad de transparencia en los bancos centrales*

Existe un consenso generalizado en que la transparencia inadecuada es un factor que agrava las turbulencias financieras que se dan en la economía. La conclusión alcanzada es que los mercados no pueden funcionar de forma eficiente, y continuarán siendo muy vulnerables a la inestabilidad, en ausencia de información adecuada, fiable y oportuna. La experiencia ha puesto de manifiesto en repetidas ocasiones que la mejor defensa frente a las críticas es la revelación de información abierta y transparente, dado que ello reduce las dañinas consecuencias que pueden darse cuando se pone de manifiesto que la revelación de información ha sido incompleta.

Además, en el caso de los bancos centrales, la importancia de unas prácticas transparentes de revelación de información, va más allá de los intereses de la propia institución, ya que, además de contribuir a reforzar su propia credibilidad, ayuda a establecer la del sistema financiero de la nación.

##### *Transparencia versus discreción*

En el caso de un banco central, en la determinación de la información a revelar, es importante mantener un equilibrio entre transparencia y discreción. Como instituciones públicas que son, los bancos centrales tienen que responder de su actuación, pero también es cierto que algunas de sus funciones deben en ocasiones ser realizadas de manera discreta (que no encubierta). Los bancos centrales tienen que ser transparentes, a menos que ello interfiera con alguno de sus objetivos básicos. Como dijo Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal de EE. UU.: “la carga de la prueba pesa sobre el banco central, lo que implica que el banco central tiene que probar que un retraso en

<sup>3</sup> Los términos NIC (Norma Internacional de Contabilidad) y NIIF (Norma Internacional de Información Financiera) son análogos, y dependen del órgano emisor de la norma correspondiente, y, por tanto, de la fecha de su emisión

la publicación de información o la no publicación de información, es necesario para que el banco central pueda cumplir su objetivo estatutario”.

##### *Dificultades derivadas de la aplicación directa de las NIIF a los bancos centrales*

Reconocida la necesidad de transparencia en los bancos centrales, surge el problema de que las normas internacionales están orientadas a las empresas comerciales, y su aplicación directa en los bancos centrales resulta cuando menos problemática.

En principio no debería haber inconveniente para que aplicasen las NIIF en las operaciones que no son características de los mismos, e incluso en aquellas operaciones que, siendo específicas, su marco regulador permita evitar los efectos que aquéllas pueden producir en su independencia financiera o interfieran en su objetivo principal: la estabilidad monetaria.

Ahora bien, las NIIF no deben ser aplicadas de forma automática a los bancos centrales, ya que su naturaleza y características difieren de las de las empresas comerciales: los objetivos y el marco regulador de los bancos centrales son diferentes, los usuarios de la información financiera de los bancos centrales tienen necesidades específicas, el resultado de un banco central tiene un significado distinto al de una empresa comercial, etc.

Todo ello pone de relieve que la concepción básica de las NIIF se encuentra muy alejada de la naturaleza y objetivos de los bancos centrales, y, en consecuencia, su aplicación directa a los mismos sólo puede efectuarse mediante interpretaciones forzosas.

##### *NIIF especialmente problemáticas para los bancos centrales*

Entre ellas podríamos citar las siguientes:

- NIC 21 (Efecto de las variaciones en los tipos de cambio de la moneda extranjera), que establece que las ganancias y pérdidas no realizadas por tipo de cambio, que afloran al valorar las divisas a cambio de mercado, se registran en la cuenta de resultados;
- NIC 39 (Instrumentos financieros: reconocimiento y medición), que establece lo mismo que la anterior, pero para el precio de mercado de los instrumentos financieros incluidos en las carteras de negociación; y
- NIC 37 (Provisiones, activos contingentes y pasivos)

contingentes), que exige para permitir el reconocimiento de una provisión, entre otros requisitos, que la entidad tenga una obligación presente como resultado de un suceso pasado.

Además, hay otras normas que no resultan completamente aplicables en el caso de un banco central. Por ejemplo, la NIC 1 (Presentación de estados financieros), que, entre otros, prescribe la elaboración de un estado de flujos de tesorería para facilitar a los usuarios el análisis de la capacidad de generación de caja y equivalentes líquidos por parte de la entidad que, para un banco central, no parece tener excesiva utilidad, o la estructura del balance que se recomienda en esa misma NIC 1 y que carece de relevancia para un banco central.

Por otro lado, existen situaciones propias de los bancos centrales para las que no hay una norma contable específica que poder aplicar, como por ejemplo, para el oro monetario, para los billetes en circulación, etc.

*Recomendación del Fondo Monetario  
Internacional (FMI) respecto de las NIIF*

Uno de los aspectos que analiza el FMI antes de conceder sus ayudas, es la información financiera aportada. Y muchas veces ha puesto de manifiesto la falta de un marco de referencia común aplicable a la información financiera suministrada por los bancos centrales, unida a unas inadecuadas notas explicativas a los estados financieros. No obstante, el FMI ha señalado que en el campo de la contabilidad se ha mejorado significativamente y muchos bancos centrales han adoptado o están en proceso de adoptar las NIIF u otro marco adecuado, como las normas contables del Eurosistema.

*c) Disposiciones aplicables al Sistema Europeo  
de Bancos Centrales (SEBC)*

Las normas contables del Eurosistema son, para los bancos centrales, una alternativa perfectamente válida a las NIIF, ya que gozan del suficiente reconocimiento en cuanto a su carácter de buenas prácticas contables, y son realmente internacionales, puesto que son de aplicación al BCE y a los bancos centrales del Eurosistema<sup>4</sup>. Estas normas tienen una gran ventaja frente a las NIIF, puesto que mientras éstas han sido establecidas con propósito general para empresas en las que la maximización del beneficio es su objetivo esencial, las

<sup>4</sup> Todos los bancos centrales de los países que han adoptado el euro.

normas contables del Eurosistema han sido diseñadas específicamente para los bancos centrales, teniendo en cuenta su naturaleza, sus objetivos, los riesgos a que están expuestos, su marco legal y su necesaria independencia. Se puede por tanto afirmar que la utilización por parte de los bancos centrales de las normas contables establecidas en el SEBC constituye una alternativa fiable, robusta y consistente frente a los problemas que pueden derivarse de la aplicación directa de las NIIF, dado que las normas del SEBC cumplen con los objetivos fundamentales de éstas y, al mismo tiempo, facilitan la información a revelar sobre la consecución de los objetivos propios de dichas instituciones.

Las normas contables que hemos denominado del Eurosistema están reflejadas en la Orientación del BCE, de 10 de noviembre de 2006, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el SEBC.

A continuación analizaremos en paralelo lo que dicen ambos conjuntos normativos en relación con el tema que estamos analizando. En primer lugar, veremos qué establecen sobre la presentación de estados financieros; después las referencias que se hacen a la presentación específica de instrumentos financieros y, finalmente, a la información a revelar sobre los instrumentos financieros.

### **III. Diferencias/similitudes entre ambas normativas**

#### *1) Presentación de estados financieros*

##### *a) Normativa aplicable*

– *En el marco de las NIIF*, esta materia está contenida en la NIC 1. Presentación de estados financieros. La NIC 1 vigente fue aprobada en 2003 y revisada en 2005, y es a la que haremos referencia. No obstante, hay que mencionar que en septiembre de 2007, en el marco del proyecto conjunto IASB/FASB para revisar y armonizar la presentación de estados financieros, el IASB emitió una versión revisada de la NIC 1, que entrará en vigor para los ejercicios que comiencen el 1 de enero de 2009, aunque se permite su aplicación anticipada.

– *En las normas del Eurosistema*, esta materia está recogida en la Orientación del BCE antes citada.

##### *b) Objetivo de la norma*

– *NIC 1*: El objetivo de la norma es establecer las bases para la presentación de los estados

financieros con propósitos de información general, para asegurar que los mismos sean comparables, tanto con los estados financieros de la misma entidad correspondientes a ejercicios anteriores, como con los de otra entidad. Para ello, la norma establece:

- en primer lugar, los requisitos generales para la presentación de estados financieros;
  - a continuación, ofrece directrices para determinar su estructura; y
  - finalmente, fija los requisitos mínimos sobre su contenido.
- *Normas del Eurosistema:* Su objetivo es establecer las normas contables y de información financiera que deben aplicarse en el seno del SEBC, al considerarse que tienen que estar normalizadas.

#### *c) Alcance de la norma*

- *NIC 1:* La norma se aplica a todo tipo de estados financieros con propósitos de información general, que son aquéllos que pretenden cubrir las necesidades de aquellos usuarios que no están en condiciones de exigir informes a la medida de sus necesidades específicas de información.
- *Normas del Eurosistema:* Se aplica al BCE y a los BCN a efectos de la contabilidad y las obligaciones de información financiera en el Eurosistema, de modo que no comprenderá los informes y las cuentas financieras nacionales de los BCN. Ahora bien, a fin de lograr la coherencia y comparabilidad entre las normas nacionales y las del Eurosistema, se recomienda que, en la medida de lo posible, los BCN sigan las normas de la Orientación al elaborar sus informes y cuentas financieras nacionales, y de hecho, en la práctica, los bancos centrales cumplen también con esta normativa al elaborar sus informes y cuentas financieras.

#### *d) Finalidad de los estados financieros*

- *NIC 1:* Suministrar información acerca de la situación financiera, del desempeño financiero y de los flujos de efectivo de la entidad, que sea útil a una amplia variedad de usuarios a la hora de tomar sus decisiones económicas.
- *Normas del Eurosistema:* El anexo I de la Orientación antes citada establece cuáles son los estados

financieros del Eurosistema. Dependiendo del estado, la finalidad es distinta. Por ejemplo, el estado financiero diario del Eurosistema se utiliza para la gestión diaria de la liquidez, el estado financiero semanal consolidado del Eurosistema se emplea a efectos de análisis económico y monetario, y el balance anual consolidado del Eurosistema tiene finalidad analítica y operativa.

#### *e) Componentes de los estados financieros*

- *NIC 1:* Un conjunto completo de estados financieros incluye:
- balance;
  - estado de resultados;
  - estado de cambios en el patrimonio neto;
  - estado de flujos de efectivo; y
  - notas.
- *Normas del Eurosistema:* establecen modelos de balance y de cuenta de resultados, pero no la necesidad de un estado de cambios en el patrimonio neto ni de un estado de flujos de efectivo.

#### *f) Consideraciones generales*

Las consideraciones generales al preparar los estados financieros son muy similares en ambos conjuntos normativos, y por ser sobradamente conocidas, nos limitamos a enumerarlas:

- negocio en marcha
- devengo
- uniformidad en la presentación
- materialidad o importancia relativa y agrupación de datos
- no compensación
- información comparativa

#### *g) Estructura y contenido de los distintos componentes de los estados financieros*

##### *Balance*

Clasificación de las partidas:

- *NIC 1:* La entidad presentará sus activos y pasivos divididos en corrientes o no corrientes, como categorías separadas dentro del balance,



excepto cuando la presentación basada en el grado de liquidez proporcione una información más adecuada.

- *Normas del Eurosistema*: No establece la distinción de las partidas del balance entre corrientes y no corrientes. La estructura del balance está ajustada a las características de un banco central, y los epígrafes establecidos se estructuran fundamentalmente en virtud de la moneda del instrumento, distinguiendo entre posiciones en euros y en moneda extranjera, y de la residencia de la contraparte, y en un segundo nivel, en función del tipo de instrumento.

Información a revelar en el balance:

- *NIC 1*: Lo único que establece es que en el balance se incluirán, como mínimo, rúbricas específicas que contengan los importes correspondientes a determinadas partidas, entre las que destacan: activos financieros, pasivos financieros, deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, acreedores comerciales y otras cuentas por pagar, efectivo y otros medios líquidos equivalentes, etc.

Añade también que pueden presentarse rúbricas adicionales que contengan otras partidas, así como agrupaciones y subtotales de las mismas, cuando tal presentación sea relevante para la comprensión de la situación financiera de la entidad.

Esta norma no prescribe ni el orden ni el formato concreto para la presentación de las partidas, sino que se limita a suministrar una lista de partidas lo suficientemente diferentes entre sí como para requerir una presentación de cada una por separado en el balance. Se indica también que las denominaciones utilizadas y la ordenación de las partidas pueden ser modificadas de acuerdo con la naturaleza de la entidad y de sus transacciones, si ello ayuda a una mejor comprensión de la situación de la entidad.

Permite a la entidad revelar, en el balance o en las notas, subclasificaciones más detalladas de las partidas que componen las rúbricas del balance, clasificadas de una forma apropiada a la actividad de la entidad.

- *Normas del Eurosistema*: fija detalladamente las distintas rúbricas del balance y el contenido de cada una de ellas. En las Notas se pueden realizar las subclasificaciones que se estime oportuno. La mayor concreción de estas normas al fijar el modelo de balance a publicar se debe al

carácter homogéneo de las entidades a las que va dirigida la norma.

#### *Estado de resultados*<sup>5</sup>

Clasificación de las partidas en la cuenta de resultados:

- *NIC 1*: La entidad presentará un desglose de los gastos, utilizando para ello una clasificación basada en la naturaleza de los mismos o en la función que cumplan dentro de la entidad, dependiendo de cuál proporcione una información más fiable y relevante.

- *Normas Eurosistema*: Las partidas de gastos e ingresos se reflejan en la cuenta de resultados en función de su naturaleza.

Información a revelar en el estado de resultados:

- *NIC 1*: Se incluirán, como mínimo, rúbricas específicas con los importes que correspondan a las siguientes partidas para el período: ingresos ordinarios, costos por intereses, etc.

Permite presentar rúbricas adicionales que contengan otras partidas, así como agrupaciones y subtotales de las mismas, cuando esa presentación sea relevante para la comprensión del desempeño financiero de la entidad.

- *Normas del Eurosistema*: Establece el modelo de cuenta de pérdidas y ganancias que se recomienda apliquen los bancos centrales en sus cuentas anuales. En las notas se pueden presentar las subclasificaciones adicionales que se estimen oportunas.

#### *Estado de cambios en el patrimonio neto y Estado de flujo de efectivo*

No nos detenemos en estos dos estados, al no ser, en general, tan relevantes en el caso de un banco central como en el de otro tipo de entidades, ni ser significativos en relación con la presentación e información de instrumentos financieros. En todo caso, debe tenerse en cuenta que el estado de cambios en el patrimonio neto puede ser relevante para un banco central, máxime cuando,

<sup>5</sup> Téngase en cuenta que a partir de 2009 este estado experimentará las modificaciones contenidas en la versión revisada de la NIC 1 que, como se ha indicado anteriormente, entrará en vigor para los ejercicios económicos que comiencen a partir de dicha fecha.

aplicando el escenario 3 definido en el SEBC, las plusvalías no realizadas se llevan al neto.

#### *Notas a los estados financieros*

– NIC 1:

En las notas se:

- presentará información acerca de las bases para la elaboración de los estados financieros, así como de las políticas contables específicas empleadas;
- revelará la información que, siendo requerida por las NIIF, no se presente en los otros estados; y
- suministrará la información, que, no habiendo sido incluida en los estados anteriores, sea relevante para la comprensión de alguno de ellos.

Las notas se presentarán de forma sistemática, y cada partida de los estados financieros contendrá una referencia cruzada a la información correspondiente dentro de las notas.

- *Normas del Eurosistema:* No regula las notas a los estados financieros, de modo que en cada caso es preciso acudir a lo que se establece en la correspondiente regulación nacional. Lo más parecido que podríamos citar serían los textos armonizados que se recomienda aplicar en las cuentas anuales del BCE y de los BCN. No se trata de una norma propiamente dicha, sino de una guía de referencia no obligatoria, y por tanto, sólo recomendada, que el BCE y los BCN pueden utilizar, y que no forma parte del marco legal de la contabilidad y del informe financiero establecido en el Eurosistema. En estos textos armonizados se indica, de forma general, qué se debe decir en los principales epígrafes del balance, e incluye una descripción narrativa a incluir en aquellos epígrafes entre los que exista relación en los balances de los distintos bancos centrales del Eurosistema: billetes en circulación, cuentas intra-Eurosistema, participación en el capital del BCE, etc. En todo caso, como se ha dicho anteriormente, son seguidas en la práctica por los bancos centrales del Eurosistema.

#### *h) Modelos de estados financieros*

- NIC 1: está acompañada de una guía de implementación, que no es parte integrante de la norma, y que proporciona ejemplos simples de

formas en las que pueden cumplirse los requerimientos para la presentación del balance y estado de resultados. El orden de presentación y las descripciones utilizadas pueden cambiarse si se considera necesario, teniendo en cuenta las circunstancias particulares de cada entidad.

La guía presenta un modelo de balance, y dos de cuenta de pérdidas y ganancias: uno por función y otro por naturaleza.

- *Normas del Eurosistema:* el anexo VIII de la Orientación del BCE citada presenta el modelo de balance anual de un banco central; el anexo IV establece detalladamente las normas de composición y valoración del balance, y el anexo IX recoge el modelo de cuenta de resultados de un banco central.

## *2) Presentación de instrumentos financieros*

### *a) Normativa aplicable*

- *Normas Internacionales:* Esta materia está regulada en la NIC 32. Anteriormente regulaba tanto la presentación de instrumentos financieros como la información a revelar sobre los mismos, si bien desde agosto de 2005, el IASB trasladó toda la información a revelar sobre instrumentos financieros a la NIIF 7.
- *Eurosistema:* no hay una norma concreta aplicable. Se aplicará con carácter general la norma del BCE del 10 de noviembre de 2006, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el SEBC. Por este motivo, en los apartados siguientes se expondrá únicamente lo que establecen las normas internacionales respecto de la presentación de instrumentos financieros.

### *b) Ámbito de aplicación*

- NIC 32: Se aplica en principio a todas las entidades y a toda clase de instrumentos financieros, con determinadas excepciones:
  - Hay instrumentos que, cumpliendo la definición de instrumento financiero, no se les aplican las normas propias de éstos, al serles de aplicación otras normas, por ejemplo: participaciones en subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos, que se contabilizan de acuerdo con lo establecido en la NIC correspondiente, contratos de seguro, derechos y obligaciones de los empleadores derivados de planes de prestaciones, etc.

- Hay casos a los que, aun no siendo instrumentos financieros, sí se les aplica la norma. Son los contratos de compra o venta de partidas no financieras que se liquiden por el importe neto, en efectivo o en otro instrumento financiero, o mediante el intercambio de instrumentos financieros, como si dichos contratos fuesen instrumentos financieros, con la excepción de los contratos que se celebraron y se mantienen con el objetivo de recibir o entregar la partida no financiera, de acuerdo con las compras, ventas o necesidades de utilización esperadas por la entidad.

#### c) Definiciones

Para evitar confusiones, tanto las normas internacionales como la norma del Eurosistema contienen las definiciones básicas: instrumento financiero, activo financiero, pasivo financiero, instrumento de patrimonio, valor razonable, derivados financieros e instrumentos financieros combinados. Para no extender este trabajo, remitimos directamente a lo que dicen las normas.

#### d) Presentación

La NIC 32 regula detalladamente cinco cuestiones relacionadas con la presentación de instrumentos financieros: la distinción entre pasivo y patrimonio neto, instrumentos financieros compuestos, acciones propias en cartera, clasificación de intereses, dividendos, pérdidas y ganancias y compensación de activos financieros con pasivos financieros, que analizamos a continuación.

#### *Pasivos y patrimonio neto*

Uno de los temas que pretende aclarar la NIC 32, y en el que hace especial hincapié, es la distinción entre pasivos y patrimonio neto.

De acuerdo con la Norma, *un instrumento financiero será de patrimonio*, si y sólo si, se cumplen las dos condiciones siguientes:

- El instrumento no incorpora una obligación contractual: *i)* de entregar efectivo u otro activo financiero a otra entidad; o *ii)* de intercambiar activos o pasivos financieros con otra entidad en condiciones que sean potencialmente desfavorables para el emisor.
- Si el instrumento será o podrá ser liquidado con los instrumentos de patrimonio del emisor debe ser de una cantidad fija de acciones propias,

con un importe fijo de efectivo u otro activo financiero.

Los principales elementos a tener en cuenta en la distinción entre pasivo financiero y capital son:

#### *i) Existencia o no de una obligación contractual para el emisor*

El elemento clave para diferenciar un pasivo financiero de un instrumento de patrimonio, es la existencia de una obligación contractual para el emisor del instrumento. Por el contrario, aunque el tenedor de un instrumento de patrimonio pueda tener derecho a recibir una proporción de los dividendos de la empresa, el emisor no tiene la obligación contractual de realizar dichos repartos.

Cuando la entidad no tenga el derecho incondicional de evitar la entrega de efectivo u otro activo financiero para liquidar una obligación contractual, se tratará de un pasivo financiero. De este modo, una obligación contractual que esté condicionada a que la contraparte ejercite su derecho a exigir el reembolso, será un pasivo financiero, porque el emisor no tiene el derecho incondicional de evitar la entrega de efectivo o de otro activo financiero.

A título de ejemplo, una acción preferente puede emitirse con distintos derechos, y para determinar si es un pasivo o un instrumento de patrimonio, deben evaluarse los derechos concretos concedidos a la acción:

- Si la acción preferente contempla su rescate en una fecha específica o a voluntad del tenedor, es un pasivo financiero, porque el emisor tiene la obligación de transferir activos financieros al tenedor.
- Cuando las distribuciones a favor de los tenedores de las acciones preferentes quedan a discreción del emisor, las acciones son instrumentos de patrimonio.

#### *ii) Caso particular de la liquidación con instrumentos de patrimonio propios*

Un contrato no es un instrumento de patrimonio por el mero hecho de que pueda ocasionar la recepción o entrega de los instrumentos de patrimonio propios de la entidad:

- Un contrato que será liquidado por la entidad recibiendo (o entregando) una cantidad fija de sus instrumentos de patrimonio propios a cambio de un importe fijo de efectivo u otro activo financiero, es un instrumento de patrimonio.

Por ejemplo, una opción emitida sobre acciones que dé a la contraparte el derecho a adquirir un número determinado de acciones de la entidad por un precio fijo, o por una cantidad fija previamente establecida.

- Un contrato a ser liquidado por la entidad mediante la entrega o recepción de una cantidad fija de sus instrumentos de patrimonio propio, a cambio de un importe variable de efectivo o de otro activo financiero, será un activo o pasivo financiero. Un ejemplo es un contrato por el que la entidad ha de entregar 100 de sus instrumentos de patrimonio, a cambio de un importe de efectivo equivalente al valor de 100 onzas de oro.

#### *Instrumentos financieros compuestos*

El emisor de un instrumento financiero evaluará sus condiciones para determinar si contiene componentes de pasivo y de patrimonio, ya que, si es así, estos componentes se clasificarán por separado.

Una entidad reconocerá por separado los componentes de un instrumento que *a)* genere un pasivo financiero para la entidad, y *b)* conceda una opción al tenedor del mismo para convertirlo en un instrumento de patrimonio de la entidad. Un ejemplo de instrumento compuesto es un bono que sea convertible, por parte del tenedor, en una cantidad fija de acciones de la entidad.

En la medición contable inicial de un instrumento financiero compuesto, se debe distribuir el importe total entre los componentes de pasivo y de patrimonio. Al instrumento de patrimonio se asignará el valor residual que se obtenga después de deducir, del valor razonable del instrumento en su conjunto, el importe que se haya determinado por separado para el componente de pasivo. La suma de los importes en libros asignados, en el momento del reconocimiento inicial, a los componentes de pasivo y de patrimonio, será siempre igual al valor razonable que se asignaría al instrumento en su conjunto, ya que no pueden surgir pérdidas o ganancias derivadas del reconocimiento inicial por separado de los componentes del instrumento compuesto.

Al convertir el instrumento en el momento del vencimiento, la entidad dará de baja el componente de pasivo y lo reconocerá como patrimonio. La conversión al vencimiento no produce ninguna ganancia o pérdida.

#### *Acciones propias en cartera*

Si una entidad readquiriese sus instrumentos de

patrimonio propios, el importe de las “acciones propias en cartera” se deducirá del patrimonio y nunca pueden ser reconocidos como activos financieros. No se reconocerá ninguna pérdida o ganancia en el resultado del ejercicio derivada de la compra, venta, emisión o amortización de los instrumentos de patrimonio propios de la entidad. La contraprestación pagada o recibida se reconocerá directamente en el patrimonio neto.

#### *Intereses, dividendos, pérdidas y ganancias*

La clasificación de un instrumento financiero como un pasivo o un instrumento de patrimonio determinará si los intereses, dividendos, pérdidas o ganancias relacionadas con el mismo, se reconocerán o no como ingresos o gastos en el resultado del ejercicio:

- Los intereses, dividendos y pérdidas y ganancias correspondientes a un pasivo financiero, se reconocerán como ingresos o gastos en el resultado del ejercicio.
- Las distribuciones a los tenedores de un instrumento de patrimonio, serán cargadas por la entidad directamente contra el patrimonio neto.
- Las pérdidas y ganancias asociadas con el rescate o la refinanciación de los pasivos financieros se reconocerán en el resultado del ejercicio, mientras que los rescates o la refinanciación de los instrumentos de patrimonio se reconocerán como cambios en el patrimonio.

#### *Compensación de activos financieros con pasivos financieros*

Un activo y un pasivo financiero serán objeto de compensación, y se presentarán en el balance por su importe neto, cuando y sólo cuando la entidad:

- tenga, en el momento actual, el derecho, exigible legalmente, de compensar los importes reconocidos; y
- tenga la intención de liquidar la cantidad neta, o realizar el activo y cancelar el pasivo simultáneamente.

Esta norma requiere la presentación de los activos y pasivos financieros por su importe neto cuando, al hacerlo, se reflejen mejor los flujos de efectivo futuros esperados por la entidad por la liquidación de dos o más instrumentos financieros separados. Cuando la entidad tiene el derecho a

recibir o pagar un único importe, y la intención de hacerlo, posee efectivamente un único activo financiero o pasivo financiero.

La compensación y presentación por su importe neto de un activo y de un pasivo financiero, no equivale a su baja en cuentas: mientras que la compensación no da lugar al reconocimiento de pérdidas o ganancias, la baja en cuentas de un instrumento financiero no sólo implica la desaparición de la partida previamente reconocida en el balance, sino que también puede dar lugar al reconocimiento de una pérdida o una ganancia.

### 3) Información a revelar sobre instrumentos financieros

#### a) Importancia de la información a revelar sobre instrumentos financieros y los riesgos vinculados a los mismos

Como consecuencia de las crisis en los mercados financieros desde mediados de los años noventa, se ha registrado un fuerte incremento de la demanda de información a las empresas sobre sus riesgos financieros y los sistemas de gestión de riesgos que tienen implantados.

Esta concepción general de la necesidad de mejorar la gestión del riesgo y de informar sobre el mismo, es igualmente aplicable a los bancos centrales, que han señalado en muchas ocasiones la necesidad de realizar una evaluación y gestión del riesgo de manera más sistemática. Además, en el caso de los bancos centrales esta necesidad es, si cabe, aún mayor, ya que tienen normalmente un gran volumen de instrumentos financieros, y por tanto, se enfrentan con riesgos importantes: riesgo de tipo de cambio, riesgo de tipo de interés, riesgo de liquidez y riesgo de crédito. Se enfrentan también con el riesgo operativo y con un importante riesgo reputacional.

Los usuarios de los estados financieros de un banco central estarán interesados en conocer hasta qué punto el banco central está usando los instrumentos financieros de forma adecuada, y si está gestionando correctamente los riesgos que de ellos derivan. La publicación de información que ponga de manifiesto que el banco central está gestionando bien los riesgos financieros es importante, puesto que el banco central gestiona recursos públicos, y puede usar esta información para demostrar que se están gestionando esos recursos de manera adecuada.

#### b) Normativa aplicable

– *Normas internacionales:* Ante esta situación, el IASB concluyó que existía la necesidad de revisar

y mejorar las informaciones a revelar contenidas hasta entonces en la NIC 30 (Informaciones a revelar en los estados financieros de bancos e instituciones financieras similares) y la NIC 32 (Instrumentos financieros: presentación e información a revelar) y aprobó una nueva norma que recoge la información a revelar sobre instrumentos financieros, la NIIF 7, que deroga la NIC 30 y parte de la NIC 32.

– *Normas del Eurosistema:* No existe una norma específica sobre información a revelar. Lo más parecido sería la relación de información mínima a revelar en las cuentas anuales del BCE y de los BCN y los textos armonizados anteriormente citados.

Analizaremos a continuación las disposiciones de la NIIF 7, al no establecerse nada específico en el Eurosistema.

#### c) Objetivo

El objetivo de la norma es requerir a las entidades que, en sus estados financieros, revelen información que permita a los usuarios evaluar:

- la relevancia de los instrumentos financieros en la situación financiera y en el rendimiento de la entidad; y
- la naturaleza y alcance de los riesgos procedentes de los instrumentos financieros a los que la entidad se haya expuesto durante el período y en la fecha de presentación, así como la forma de gestionar dichos riesgos.

#### d) Alcance

En general, la norma es aplicable por todas las entidades y a todos los instrumentos financieros, con determinadas excepciones: participaciones en subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos, los contratos de seguros, etc.

La norma se aplica a todas las entidades, tanto a las que tienen pocos instrumentos financieros (por ejemplo, un fabricante cuyos únicos instrumentos financieros sean clientes y acreedores comerciales), como a las que tienen muchos instrumentos financieros (por ejemplo, una institución financiera cuyos activos y pasivos son mayoritariamente instrumentos financieros). Lógicamente, el alcance de la información a revelar requerida depende del uso que haga la entidad de instrumentos financieros y de su exposición al riesgo.

*e) Relevancia de los instrumentos financieros en la situación financiera y en el desempeño*

La entidad suministrará información que permita que los usuarios de sus estados financieros, evalúen la relevancia de los instrumentos financieros en su situación financiera y en su desempeño.

*Informaciones a revelar relacionadas con el balance*

– *Categorías de activos financieros y pasivos financieros:* Se informará, ya sea en el balance o en las notas, de los importes en libros de cada una de las siguientes categorías de instrumentos financieros:

- activos financieros al valor razonable con cambios en resultados;
- inversiones mantenidas hasta el vencimiento;
- préstamos y partidas por cobrar;
- activos financieros disponibles para la venta;
- pasivos financieros al valor razonable con cambios en resultados; y
- pasivos financieros medidos al costo amortizado

– *Reclasificación:* Si la entidad ha reclasificado un instrumento financiero como una partida que se mide, bien al costo o al costo amortizado, en lugar de al valor razonable, o bien al valor razonable, en lugar de al costo o al costo amortizado, informará del importe reclasificado y excluido de cada una de esas categorías, así como la razón para efectuar dicha reclasificación.

– *Baja en cuentas:* Cuando la entidad haya transferido activos financieros, de forma que una parte o todo el activo no cumplan las condiciones para darlos de baja en cuentas, debe informar, para cada clase de dichos activos financieros, de la naturaleza de los activos, los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad a los que la entidad continúe expuesta.

– *Garantías:* La entidad debe informar de los activos financieros que ha pignorado como garantía de pasivos, y de los plazos y condiciones relacionados con su pignorción. Asimismo, si ha recibido garantías, debe revelar información sobre el valor razonable de las garantías poseídas, los plazos y condiciones asociadas a la utilización de la garantía, etc.

– *Cuenta correctora para pérdidas crediticias:* Cuando los activos financieros se hayan deteriorado por pérdidas crediticias y la entidad registre el deterioro en una cuenta separada, en lugar de reducir directamente el importe en libros del activo, explicará las variaciones en dicha cuenta durante el período, para cada clase de activos financieros.

– *Impagos y otros incumplimientos:* En relación con los préstamos a pagar, la entidad debe informar de los que han resultado impagados en el período, del importe en libros de los préstamos por pagar que estén impagados en fecha de presentación, y si el impago ha sido corregido o si se han renegociado las condiciones de los préstamos por pagar antes de la fecha de autorización para emisión de los estados financieros.

*Informaciones a revelar relacionadas con el estado de resultados*

La entidad revelará las siguientes partidas de ingresos, gastos, ganancias o pérdidas, ya sea en el cuerpo de los estados financieros o en las notas:

– Ganancias o pérdidas netas producidas en las distintas categorías de activos y pasivos financieros.

– Importes totales de los ingresos y gastos por intereses (calculados utilizando el método de la tasa de interés efectiva) producidos por los activos y pasivos financieros que no se midan al valor razonable con cambios en resultados.

– Ingresos y gastos por comisiones que surjan de:

- activos o pasivos financieros que no se midan al valor razonable con cambios en resultados, y
- actividades fiduciarias o de administración que supongan la tenencia o inversión de activos por cuenta de otras personas.

– Ingresos por intereses sobre activos financieros deteriorados.

– El importe de las pérdidas por deterioro para cada clase de activo financiero.

*Otra información a revelar: políticas contables, contabilidad de coberturas y valor razonable*

– *Políticas contables:* Al considerar la revelación de políticas contables, es muy importante detenerse

en la relativa a instrumentos financieros, dado que éstos suponen cada vez más una parte muy importante de los balances de las entidades. Los instrumentos financieros pueden estar sujetos a diferentes criterios de medición (*fair value*, costo histórico, etc.) o incluso pueden no estar reflejados en los estados financieros (instrumentos fuera de balance). Por ello debe darse información detallada sobre cómo se contabilizan, miden y presentan en el balance los instrumentos financieros. Ésta información podrá incluir:

- los criterios para designar activos y pasivos al valor razonable con cambios en resultados;
  - los criterios para la designación de los activos financieros como disponibles para la venta;
  - si las compras y ventas de activos financieros se contabilizan aplicando la fecha de negociación o la fecha de liquidación;
  - la política seguida en el caso de pérdidas por deterioro de activos financieros: se reduce directamente su importe o se utiliza una cuenta correctora;
  - cómo se determinan las ganancias o pérdidas netas de cada categoría de instrumentos financieros;
  - qué criterios utiliza la entidad para determinar que existe una evidencia objetiva de pérdida por deterioro;
  - cuál es la política contable que aplica la entidad a los activos financieros que no están en mora al haber sido renegociadas sus condiciones.
- *Contabilidad de coberturas*: La entidad debe revelar determinada información, por separado, referida a cada tipo de cobertura descrita en la NIC 39. Deberá describir cada tipo de cobertura, los instrumentos financieros designados como instrumentos de cobertura y sus valores razonables en la fecha de presentación, y la naturaleza de los riesgos que han sido cubiertos.
- *Valor razonable*: Salvo en determinados casos que luego señalaremos, la entidad revelará el valor razonable correspondiente a cada clase de activos y pasivos financieros, de forma que permita la realización de comparaciones con los correspondientes importes en libros. La entidad informará, entre otros aspectos:
- Si los valores razonables se han determinado por referencia a precios de cotización publi-

cados en un mercado activo, o si han sido estimados utilizando una técnica de medición.

- Cuando se haya usado una técnica de medición, cuáles con las hipótesis que se han aplicado para determinar el valor razonable de cada clase de activos o pasivos financieros.
- Si los valores razonables se han determinado utilizando una técnica de medición basada en hipótesis que no están sustentadas en precios de transacciones observables de mercado con el mismo instrumento, ni se basan en los datos de mercado observables que están disponibles, y siempre que el cambio de una o más de dichas hipótesis a otras suposiciones alternativas, pudiera cambiar significativamente el valor razonable, la entidad expondrá este hecho y revelará el efecto de dichos cambios.

En determinados casos no se requiere la revelación del valor razonable:

- si el importe en libros es una aproximación ajustada al valor razonable, como ocurre en el caso de instrumentos financieros como cuentas por pagar o por cobrar en el corto plazo; o
- en el caso de una inversión en instrumentos de patrimonio, que no tengan un precio de mercado cotizado en un mercado activo.

#### *f) Naturaleza y alcance de los riesgos que surgen de los instrumentos financieros*

La entidad debe revelar información que permita a los usuarios de sus estados financieros evaluar la naturaleza y el alcance de los riesgos que surgen de los instrumentos financieros a los que la entidad esté expuesta en la fecha de presentación, y la manera en que se gestionan.

Esta información puede incluirse en los estados financieros directamente o mediante referencias cruzadas de los estados financieros con otro estado, como un informe de gestión o un informe sobre riesgos, que estén disponibles para los usuarios de los estados financieros en las mismas condiciones y al mismo tiempo que éstos. Sin esta información incorporada mediante referencias cruzadas, los estados financieros estarán incompletos.

Se debe suministrar información cualitativa y cuantitativa:

#### *Información cualitativa*

Para *cada tipo de riesgo* que surja de los instrumentos financieros, la entidad informará:

- las exposiciones al riesgo y la forma en que éstas surgen; y
- sus objetivos, políticas y procesos para la gestión del riesgo y los métodos utilizados para medirlo.

#### *Información cuantitativa*

Para *cada tipo de riesgo* que surja de los instrumentos financieros, la entidad informará de los datos cuantitativos resumidos acerca de su exposición al riesgo en la fecha de presentación. Si estos datos cuantitativos en la fecha de presentación fueran poco representativos de la exposición al riesgo de la entidad durante el período, la entidad suministrará la información adicional que sea representativa. Esta información estará basada en la que se suministre internamente al personal clave de la dirección de la entidad, por ejemplo, al Consejo de Administración.

Debe proporcionarse información específica sobre las *concentraciones de riesgos*, que surgen de instrumentos financieros que tienen características similares y están afectados de forma similar por cambios en condiciones económicas o de otra índole.

Por lo que se refiere al *riesgo de crédito* la entidad deberá revelar, *para cada clase de instrumento financiero*, la información necesaria sobre la calidad crediticia de los activos financieros. Exige también información muy detallada en dos casos:

- activos financieros en mora o deteriorados
- garantías y otras mejoras crediticias obtenidas.

Por lo que se refiere al *riesgo de liquidez*, la entidad revelará:

- Un análisis de los vencimientos de los pasivos financieros, que muestre los plazos contractuales de vencimiento remanentes; y
- Una descripción de cómo gestiona el riesgo de liquidez inherente al punto anterior.

Aspectos a tener en cuenta en el análisis de los vencimientos:

- Al elaborar el análisis de los vencimientos de los pasivos financieros, la entidad empleará su juicio para determinar el número apropiado de bandas temporales a utilizar.
- Cuando la contraparte pueda elegir el momento en que la entidad le ha de realizar el pago, el

pasivo se incluirá sobre la base de la fecha más próxima en que la entidad puede ser requerida al pago.

- Los importes revelados en el análisis de vencimientos son los flujos de efectivo contractuales sin descontar, con lo que difieren de los importes incluidos en el balance, porque las cantidades del balance se basan en el descuento de flujos de efectivo.

- Cuando el importe por pagar no sea fijo, el importe a revelar se determinará por referencia a las condiciones existentes en la fecha de presentación. Por ejemplo, cuando el importe por pagar varíe con los cambios de un índice, el importe a revelar se basará en el valor del índice en la fecha de presentación.

Por último, en relación con el *riesgo de mercado*, debe señalarse que éste engloba el riesgo de tipo de interés (que surge de los instrumentos financieros con interés reconocidos en el balance), de tipo de cambio (que surge de los instrumentos financieros denominados en una moneda extranjera, es decir, de una moneda diferente de la moneda funcional en que se miden) y de precio (que surgen, por ejemplo, de variaciones en los precios de las materias primas cotizadas o de los precios de los instrumentos de patrimonio). Deberá revelarse la siguiente información relacionada con este riesgo de mercado:

- *Si la entidad elabora un análisis de sensibilidad, tal como el del valor en riesgo, que reflejase las interdependencias entre las variables de riesgo (por ejemplo, entre los tipos de interés y de cambio) y lo utilizase para gestionar riesgos financieros*, podrá utilizar este análisis de sensibilidad en lugar del que se menciona en la letra siguiente. Deberá explicar el método utilizado al elaborar dicho análisis, así como los principales parámetros e hipótesis subyacentes en los datos suministrados.

- *Si no elabora este tipo de análisis*, revelará:

- un análisis de sensibilidad para cada tipo de riesgo de mercado al que la entidad esté expuesta en la fecha de presentación, mostrando cómo podría verse afectado el resultado del período y el patrimonio neto, debido a cambios en la variable relevante de riesgo que sean razonablemente posibles en dicha fecha; y

- los métodos e hipótesis utilizados al elaborar el análisis de sensibilidad.



La entidad proporcionará un análisis de sensibilidad para la totalidad de su negocio, pero puede suministrar diferentes tipos de análisis de sensibilidad para diferentes clases de instrumentos financieros.

#### **IV. Resumen de las principales diferencias entre ambas normativas en relación con la presentación e información sobre instrumentos financieros**

Una vez que se ha señalado qué establece cada uno de estos conjuntos normativos en relación con la presentación de los instrumentos financieros, vamos resumir cuáles son las principales diferencias y similitudes entre ellas:

##### *1) Destinatarios de las normas*

Al estar dirigidas a empresa comerciales, las NIIF contienen, en términos generales, información mucho más amplia que la contenida en las normas del Eurosistema en relación con la presentación de estados financieros. Ahora bien, al no estar dirigida específicamente a bancos centrales, muchos de estos requerimientos de presentación de las NIIF no son aplicables a los bancos centrales. Por esta misma razón, en las NIIF no encontramos disposiciones aplicables a algunos de los activos y pasivos característicos de los bancos centrales. Por ejemplo, no hay normas aplicables al oro monetario, a los billetes, etc.

Por el contrario, las normas del Eurosistema están dirigidas específicamente a bancos centrales, y tienen por tanto en cuenta la naturaleza específica de éstos.

##### *2) Formatos de presentación /contenido mínimo*

En las NIIF no se establecen formatos de presentación obligatorios para los estados financieros, si bien sí se señala un contenido mínimo, especificando las partidas que deben presentarse obligatoriamente en los estados financieros. No determinan ni el orden ni el formato de estas partidas (véase la referencia a la clasificación de las partidas en la nota 3 siguiente), sino que se limitan a presentar una lista de partidas lo suficientemente diferentes como para requerir una presentación por separado.

Por el contrario, en las normas del Eurosistema se establecen los modelos de estados financieros que debe adoptar el banco central, indicándose también las partidas que deben figurar en cada uno de los epígrafes del balance y cómo deben valorarse.

##### *3) Clasificación de las partidas en el balance*

En las NIIF, el criterio principal en la presentación del balance es la distinción corriente o no corriente, y dentro de cada uno de estos apartados, por grado de liquidez o exigibilidad.

Por el contrario, en las normas del Eurosistema la presentación de las partidas del balance se realiza atendiendo principalmente a la moneda, residencia del emisor y tipo de instrumento.

##### *4) Requerimientos de revelación de información*

La NIIF 7 recoge de forma detallada la información a revelar sobre instrumentos financieros.

Por el contrario, las normas del Eurosistema no establecen requerimientos de revelación de información, habiendo sido este extremo criticado en ocasiones, señalando que, dado que no se incluyen requerimientos de revelación de información, la información publicada en las notas de las cuentas anuales podía ser considerada poco transparente y completa, y por tanto, no la mejor práctica. En todo caso, resulta evidente que los bancos centrales del Eurosistema se han movido de forma voluntaria hacia una mayor transparencia, habiéndose registrado a lo largo de los años en el Eurosistema numerosos ejemplos que ponen de manifiesto esta constante búsqueda de transparencia.

#### **V. Cuestiones recientes relacionadas con los estados financieros**

##### *1) Proyecto conjunto IASB-FASB sobre presentación de estados financieros*

Este proyecto está contemplado en el *Memorandum of Understanding* firmado por el IASB y el FASB en febrero de 2006, en el que se establecía la hoja de ruta a seguir durante el período 2006-2008, para trabajar hacia el objetivo final de lograr la convergencia entre las NIIF y los US GAAP.

El proyecto es un reflejo del reconocimiento de la importancia que dan ambos organismos a avanzar hacia una mayor uniformidad en la presentación de estados financieros.

Este proyecto conjunto se estructuró en varias fases. Habiendo concluido la primera de ellas, ahora está en marcha la segunda, en la que se están analizando cuestiones concretas relacionadas con la presentación y clasificación de la información en los estados financieros. Todavía no hay acuerdo sobre esta segunda fase, pero sí se ha acordado con carácter provisional que se deben separar las actividades de financiación, de las actividades de

explotación, así como distinguir, dentro de las actividades de financiación, entre transacciones con los propietarios en su condición de propietarios, y el resto de las actividades de financiación. De acuerdo con lo anterior, activo, pasivo y patrimonio neto dejarían de ser las secciones principales en el estado de posición financiera, y no figurarían tampoco en el mismo los totales de activo, pasivo y patrimonio neto, que pasarían a figurar en una nota en la memoria.

Habrà que estar, por tanto, muy atentos al desarrollo de este proyecto, porque afectará de forma significativa a la presentación de información en los estados financieros.

## 2) *Proyecto del IASB para reducir la complejidad del informe sobre instrumentos financieros*

El IASB ha admitido que muchos preparadores de estados financieros, auditores y usuarios de estados financieros han señalado que los requerimientos del informe financiero de instrumentos financieros son muy complejos, y que por ello han pedido al FASB y al IASB que preparen nuevos estándares en relación con el informe de instrumentos financieros que estén basados en principios y que sean menos complejos que los requerimientos actuales.

En este sentido, el IASB ha abierto un nuevo proyecto al respecto y ha emitido un primer documento de discusión en marzo de 2008 en el que se analiza cuál es esta complejidad, y plantea posibles enfoques a medio y largo plazo para mejorar el informe sobre instrumentos financieros y reducir la complejidad.

Se ha reconocido que los diferentes criterios que se aplican en la medición de los instrumentos financieros son una de las causas principales de la complejidad actual. Una solución a largo plazo puede ser llegar a medir los diferentes instrumentos de la misma forma, y el valor actual se perfila como el único criterio de medición aplicable a todos los instrumentos financieros. Pero hay problemas y cuestiones que tienen que ser resueltas en relación con el valor razonable antes de adoptar este enfoque (recordemos las críticas frecuentes al efecto acelerador y procíclico del valor razonable, y las propuestas de sustituir un único valor en un momento, por, por ejemplo, la media de un valor en un período, para suavizar los cambios bruscos), y puede exigir un plazo largo, de modo que el papel de discusión del IASB propone establecer una solución considerada a mediano plazo para reducir la complejidad actual sin llegar a establecer el criterio general del valor razonable.

## 3) *Planteamiento de nuevos enfoques sobre el estado de resultados de un banco central*

Se ha dicho en innumerables ocasiones que los bancos centrales no son entidades que busquen maximizar el beneficio. Las leyes de los bancos centrales establecen sus objetivos, y ello implica que el éxito de un banco central no se mida por su beneficio, sino por el grado en que cumple con sus objetivos. Por ello, la publicación del beneficio de un banco central, no es una medida apropiada sobre su actuación. Una medida más adecuada sería, por ejemplo, proporcionar información que explique los objetivos del banco central, y el éxito o no en su consecución.

Otra información financiera importante que se podría suministrar por los bancos centrales serían los costos en que ha incurrido para cumplir sus objetivos, ya que con ello se demostraría si ha sido eficiente o no. Los bancos centrales gestionan recursos públicos, y proporcionar información sobre el costo puede mostrar que el banco central ha sido eficiente y que ha administrado bien esos recursos.

Los bancos centrales son conscientes de estos problemas, pero siguen presentando cuentas de resultados centradas en ofrecer la cifra del beneficio, y en muy contadas ocasiones los complementan con otras informaciones que den cuenta de su actuación: ¿qué otra información pueden suministrar, más allá de los meros estados financieros auditados, para mostrar más adecuadamente el resultado de su actuación?

- Pueden presentar un “Estado de distribución”, que explique cómo se llega al resultado distribuable, a partir de la cifra de beneficio.
- Pueden explicar la gestión que han hecho de los recursos a su disposición, por ejemplo comparando los importes presupuestados con los gastos reales, y explicando las diferencias.
- Pueden proporcionar estados financieros que pongan en relación sus ingresos y gastos, con sus funciones concretas. Este enfoque habría referencia a los “outputs” o servicios que el banco produce y puede satisfacer los requerimientos de presentación funcional de la NIC 1.

## 4) *El informe de gestión como parte integrante del informe financiero*

El objetivo de los estados financieros es proporcionar información que sea relevante para un abanico amplio de usuarios a la hora de tomar sus

decisiones económicas. Ahora bien, los estados financieros no proporcionan toda la información que los usuarios necesitan para tomar sus decisiones económicas, dado que normalmente reflejan sucesos pasados y además no proporcionan información no financiera. Para cubrir la brecha entre lo que los estados financieros pueden ofrecer y lo que los usuarios necesitan, es preciso que el informe financiero incluya información adicional.

Consciente de esta necesidad, el IASB inició en 2005 un proyecto sobre el informe de gestión, teniendo previsto emitir al final del proyecto una guía no obligatoria. De momento, sólo ha presentado un documento de discusión.

El IASB considera que el informe de gestión forma parte del informe financiero, que estaría formado por los estados financieros primarios, las notas que los acompañan y el informe de gestión. Este informe de gestión:

- es parte de la información que se proporciona fuera de los estados financieros;
- ayuda en la interpretación de un conjunto completo de estados financieros;
- mejora la capacidad de los usuarios para tomar decisiones económicas eficientes; y
- en definitiva, completa la información financiera de la empresa, con informaciones sobre su actuación que no están contenidas en los estados financieros.

Si bien el documento del IASB está enfocado básicamente a compañías cotizadas y a las necesidades de los inversores, los principios básicos pueden también ser aplicados a los bancos centrales. Existen diversas razones por las que un banco central necesita suministrar un informe de gestión. La actuación del banco central, y sus finanzas, en muchas ocasiones no son bien entendidas por el público, y ello da lugar a críticas mal formadas. El informe de gestión es una buena oportunidad para explicarlo. Como gestores de recursos públicos, tienen que explicar la gestión que han hecho de esos recursos y que ésta ha sido eficiente. Finalmente, el enfoque a futuro del informe de gestión es una oportunidad para que el banco central pueda prevenir de lo que puede pasar y ello puede ser más apropiado que tratar de explicar los hechos *a posteriori*.

En la actualidad, bastantes bancos centrales presentan informes de gestión, y consideramos que es importante avanzar en esta dirección.

## VI. Conclusiones y reflexiones

Tras analizar el tema de la presentación e información sobre instrumentos financieros, podemos extraer una serie de conclusiones:

- Debe partirse de la existencia de un consenso generalizado sobre la necesidad de transparencia para el buen funcionamiento de los mercados: los mercados no pueden funcionar de forma eficiente, y continuarán siendo muy vulnerables a la inestabilidad, en ausencia de información adecuada, fiable y oportuna. La experiencia ha puesto de manifiesto en repetidas ocasiones que la mejor defensa frente a las críticas es a través de la revelación de información abierta y transparente.
- Esta transparencia es si cabe aún más necesaria en el caso de un banco central, puesto que contribuye de forma importante a reforzar su credibilidad.
- Esa necesaria transparencia tiene que tener su reflejo en los estados financieros presentados por las entidades.
- Existe también unanimidad sobre la necesidad de unos marcos comunes para el informe financiero: facilitan la provisión de información consistente y fiable, y reducen la probabilidad de una información inadecuada.
- Las normas internacionales de contabilidad no pueden ser aplicadas directamente a los bancos centrales si no se tienen en cuenta las especiales características de éstos y el marco legal aplicable en cada caso. Por eso, normas contables como las elaboradas en el seno del SEBC pueden resultar más adecuadas para estas entidades, y el FMI está manifestando que las normas del Eurosistema constituyen una alternativa perfectamente válida frente a las normas internacionales de contabilidad para los bancos centrales.
- Las normas internacionales no fijan modelos obligatorios de estados financieros, y ello ha sido criticado, puesto que perjudica la necesaria comparabilidad de la información financiera. Por el contrario, en el Eurosistema, se definen claramente los modelos de estados financieros, indicando detalladamente cuáles son las partidas que integran cada uno de los epígrafes y cómo deben ser valoradas cada una.
- Los instrumentos financieros tienen cada vez más relevancia en todo tipo de empresas, y muy

especialmente en el caso de un banco central. Como consecuencia de su operativa, se enfrenta con riesgos importantes, y la información sobre estos riesgos y la gestión de los mismos es fundamental en el caso de un banco central.

□ Para este fin, la memoria constituye una piedra angular en las normas internacionales de contabilidad, dada la dificultad de condensar en los estados financieros primarios toda la información necesaria. Por el contrario, las normas del Eurosisistema no tratan específicamente este tema, con lo que en ocasiones se ha dicho que la información suministrada podría no ser completa y, por tanto, no ser la mejor práctica. Pero no cabe duda de que, de forma voluntaria, en el Eurosistema se constata un continuo deseo de mayor transparencia, evidenciado por numerosos ejemplos de esta tendencia registrados a lo largo de los años.

□ En todo caso, habrá que estar atentos al desarrollo del proyecto conjunto del IASB/FASB sobre la presentación de instrumentos financieros, porque ello supondrá un cambio importante sobre el enfoque concedido hasta ahora en las normas internacionales.

□ La información estricta de los estados financieros debe ser completada con las nuevas informaciones suministradas en otras partes del Informe Anual: Informe de gestión, Informes sobre riesgos, etc. En definitiva, hay que entender el informe financiero de forma proactiva sin limitarse a los límites estrictos del mismo.

## **Bibliografía**

*Accounting Standards for Central Banks* (2003), Central Banking Publications.  
Darbyshire, Robin (2007), *Talking numbers: bringing*

*central bank account to life*, Draft Management commentary of Central Bank of Ruritania, Central Banking Publications.

Díaz, Anselmo (2002), "Tratamiento contable de los instrumentos financieros", *Estabilidad Financiera*, nº 2, pp. 117-38.

Foster, Jeremy (2004), "Central bank risk management and international standards", en Robert Pringle y Nick Carver (eds.), *New horizons in central bank risk management*, Central Banking Publications.

Foster, Jeremy (2007), *Learning from the private sector*, Central Banking Publications.

Hernández Hernández, Francisco Gabriel (2004), "Los instrumentos financieros y las normas internacionales de contabilidad", *Técnica Contable*, nº 661, febrero.

Pérez Ramírez, Jorge, y Javier Calvo González-Valiñas (2006), *Instrumentos financieros: análisis y valoración con una perspectiva bancaria y de información financiera internacional*, Editorial Pirámide.

Rodríguez García, Carlos José (2006), "El proyecto conjunto IASB/FASB sobre la presentación de estados financieros", *Técnica Contable*, nº 692, diciembre.

Rosas Cervantes, Antonio (2007), "La capitalización de los bancos centrales y las normas internacionales de contabilidad", *Boletín del CEMLA*, vol. LIII, nº 1, enero-marzo, pp. 13-16.

Ruiz Albert, Ignacio (2003), "La información contable sobre instrumentos financieros: normativa y medidas", *Técnica Contable*, nº 655, julio.

Smout, Clifford (2007), *Balancing transparency and discretion*, Central Banking Publications.

Sullivan, Kenneth (2005), *Transparency in Central Banks Financial Statements Disclosures*, FMI, abril (Working Paper, WP/05/80).

Sullivan, Kenneth (2007), *Using financial statements proactively*, Central Banking Publications.

Villacorta Hernández, Miguel Ángel (2005), "Contabilización de instrumentos financieros", *Técnica Contable*, nº 679, octubre.

# Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA

## ASOCIADOS

### CENTRALE BANK VAN ARUBA

*President:* H. Mehran. *Executive Directors:* K. A. H. Polvliet and J. R. Figaroa-Semeleer. *General Managers:* M. M. Tromp-Gonzalez (Economic Policy) and P. Mungra (Supervisory Issues). *Department Managers:* R. M. Geerman (Operations), L. H. Dubero (Accounting), J. S. Fräser-Blijden (Information Systems), H. M. Oduber (Cash and Vault), O. van der Biezen (Secretariat and Archives), W. Atmowiriono (Statistics), J. R. Ridderstaat, *a. i.* (Research), F. P. Meijer (Human Resources, Security and Facilities), M. M. Agunbero (Supervision), A. V. Croes-Fleming (Legal Affairs) and C. A. Connor (Internal Audit).

*(Información oficial, abril de 2008)*

### CENTRAL BANK OF THE BAHAMAS

**JUNTA MONETARIA.** *Gobernadora:* Wendy M. Craig; *Miembros:* Gregory Cleare y Vincent Vanderpool-Wallace. **PERSONAL EJECUTIVO.** *Gobernadora:* Wendy M. Craig; *Subgobernador:* Michael Lightbourne; *Inspector de Bancos y Compañías Fiduciarias:* vacante; *Gerentes:* Keith Jones (Contabilidad), Ian Fernander (Administración), Cassandra Nottage (Supervisión Bancaria), Alwyn Jordan (Investigaciones), Cecile M. Sherman (Operaciones de Banco), Errol Bodie (Computación), Gerard Horton (Control de Cambios) y Sylvia Carey (Recursos Humanos); *Consejero Legal:* Rochelle A. Deleveaux.

*(Información oficial, abril de 2008)*

## BANCO CENTRAL DO BRASIL

*Gobernador:* Henrique de Campos Meirelles. **JUNTA DIRECTIVA.** *Subgobernadores:* Mário Torós (Política Monetaria), Alvir-Alberto Hoffmann (Supervisión), Antônio-Gustavo Matos do Vale (Privatización y Liquidación Bancaria), Anthero de Moraes Meirelles (Administración), Alexandre-Antônio Tombini (Organización y Regulación del Sistema Financiero), Mário Magalhães Carvalho Mesquita (Política Económica) y Maria-Celina Berardinelli Arraes (Asuntos Internacionales). *Consultores Principales:* Flavio Pinheiro de Melo, Sidnei Corrêa Marques, Marco-Antônio Belém da Silva, Carolina de Assis Barros, Clarence Joseph Hillerman Júnior, Katherine Hennings y Dalmir-Sérgio Louzada. *Secretarios:* Sérgio Almeida de Souza Lima (Secretaría Ejecutiva), José-Linaldo Gomes de Aguiar (Secretaría de Relaciones Institucionales) y Sergio Albuquerque de Abreu e Lima (Secretaría de la Junta Directiva y asuntos del Consejo Monetario Nacional). *Asesores Especiales:* Luiz do Couto Neto (Asuntos Parlamentarios), Alexandre Pinheiro de Moraes Rego (Prensa). *Jefes de Departamento:* Jefferson Moreira (Administración Financiera), José-Aisio Catunda (Auditoría Interna), Arnaldo de Castro Costa (Gestión de Informaciones del Sistema Financiero), José-Antônio Marciano (Operaciones Bancarias y Sistema de Pagos), José-Irenaldo Leite de Ataíde (Liquidación Bancaria), Fernando de Abreu Faria (Informática), Francisco-José de Siqueira (Legal), Amaro-Luiz de Oliveira Gomes (Normas del Sistema Financiero), Cornelio Farias Pimentel (Supervisión Indirecta), Osvaldo Watanabe (Supervisión Directa), Joao-Henrique de Paula Freitas Simao (Operaciones de Mercado Abierto), Dimas-Luís Rodrigues da Costa (Administración de Recursos Materiales), Luiz-Edson

Feltrim (Organización del Sistema Financiero), Ricardo Liao (Combate a Ilícitos Cambiarios y Financieros), Ronaldo Malagoni de Almeida Cavalcante (Relaciones Internacionales y Deuda Externa), Altamir Lopes (Investigación Económica), Carlos-Hamilton Vasconcelos Araújo (Estudios e Investigaciones), Miriam de Oliveira (Organización de Recursos Humanos), Márcio Barreira de Ayrosa Moreira (Operaciones de Reservas Internacionales), José-Clóvis Batista Dattoli (Planeamiento y Organización), João-Sidney de Figueiredo Filho (Medio Circulante), Jaime Alves de Freitas (Corregidoria-General), Hélio-José Ferreira (Defensoría del Pueblo), Claudio Jaloretto (Control y Análisis de Procesos Administrativos Punitivos), Gilson-Marcos Balliana (Supervisión de Cooperativas e Instituciones No-Bancarias) y Sidney Furtado Bezerra (Seguridad). *Gerentes:* Eduardo Fernandes (Estudios Especiales), Renato Jansson Rosek (Relaciones con Grupos de Inversores), Isabela Ribeiro Damaso Maia (Riesgo de la Dirección de Política Monetaria), Geraldo Magela Siqueira (Regulación de Capital Extranjero y Cambios), Andreia Laís de Melo Silva Vargas (Relaciones de Supervisión), Geraldo Pereira Júnior (Privatización Bancaria), Deoclécio Pereira de Souza (Seguro Agrícola-PROAGRO), Joao Goulart Júnior (Proyectos) y José-Augusto Varanda (Apoyo Administrativo y Tecnológico).

(Información oficial, mayo de 2008)

#### CAYMAN ISLANDS MONETARY AUTHORITY

*Chairman (Non Executive):* Timothy Ridley. *Managing Director:* Cindy Scotland. *Deputy Managing Director:* Patrick Bodden. *General Counsel:* Langston Sibblies. *Heads of Division:* Reina Ebanks (Banking), R. J. Berry (Compliance), Cindy Scotland (Currency Operations), Rohan Bromfield (Fiduciary Services), Albert Smith (Insurance), Yolanda McCoy (Investments and Securities) and Mitchell Scott (Policy and Development). *Chief Financial Officer:* Gilda Moxam-Murray. *Human Resources Manager (a. i.):* Tara Abdul Jabbar. *Information Systems Manager:* Rodney Ebanks.

(Información oficial, abril de 2008)

#### BANCO CENTRAL DE RESERVA DE EL SALVADOR

*Presidenta:* Luz-María de Portillo. *Vicepresidenta:* Marta-Evelyn de Rivera. *Directores Propietarios:* Car-

los Orellana Merlos, Guillermo Ruiz Maida y Ricardo-Antonio Morales Estupinián; *Suplentes:* Anabella Lardé de Palomo, Francisco-José Barrientos y Ricardo-Salvador Calvo. *Gerentes:* Luis-Adalberto Aquino (Estudios y Estadísticas Económicas), Sonia Gómez (Sistema Financiero), Margarita Ocón de López (Internacional), Francisco López (Desarrollo Institucional), Juan-Alberto Hernández (Operaciones Financieras) y Rafael Avillar Gómez (Administración). *Jefes de Departamento:* Óscar-Ovidio Cabrera (Investigaciones Económica y Financiera), María-Luisa Calderón de Castro (Comunicaciones), Laura Ayala de Flores (Jurídico), Mayra-Azalia de Munguía (Auditoría Interna), Mercedes Pineda de Lagrava (Adquisiciones y Contrataciones), Donald Vladimir Cuéllar (Seguridad Bancaria) y Delmy de Corpeño (Informática).

(Información oficial, abril de 2008)

#### BANK OF GUYANA

*Gobernador:* Lawrence Williams. *Subgobernador:* Gobind Ganga. *Gerente Bancario:* Leslie Glen. *Directores de Departamento:* Joseph Lall (Operaciones), Maurice Munro (Cuentas y Presupuesto), Ramnarine Lal (Supervisión Bancaria), Dudley Kirton (Auditoría Interna), Lester Hercules (Servicios de Información) y vacante (Seguridad y Mantenimiento).

(Información oficial, abril de 2008)

#### CENTRAL BANK OF TRINIDAD AND TOBAGO

*JUNTA DIRECTIVA. Gobernador-Presidente:* Ewart Williams; *Subgobernadores:* Joan John y Shelton Nicholls; *Directores:* Carlyle Greaves, Amelia Carrington, Barbara Chatoor, Selwyn Cudjoe, Norris Campbell, Alison Lewis; y *Secretaria:* Nicole Chapman.

(Información oficial, abril de 2008)

#### COLABORADORES

##### DEUTSCHE BUNDESBANK (ALEMANIA)

*CONSEJO DEL BANCO CENTRAL: Miembros del Directorio. Presidente:* Axel A. Weber; *Otros Miembros:* Hermann Remsperger, Franz-Christoph Zeitler, Hans-Helmut Kotz, Hans Recrees, Rudolf Böhmler y Hans Georg Fabritius. *Presidentes de Bancos Centrales Regionales:* Bernhardt Siebold (Ba-

den-Wurtemberg), Wolfgang Simler (Baviera), Norbert Matysik (Berlín y Brandeburgo), Gerd-Alexander Loch (Ciudad Anseática de Brema, Baja Sajonia y Sajonia Anhalt), Rolf Eggert (Ciudad Anseática de Hamburgo, Mecklemburgo-Pomerania Occidental y Schleswig-Holstein), Jürgen Hettinger (Hesse), Hans Peter Weser (Renania del Norte-Westfalia), Petra Palte (Renania-Palatinado y Sarre) y Hans Christoph Poppe (Sajonia y Turingia). *Jefes de Departamento:* Christian Burckhardt (Prensa e Información, Biblioteca, Archivos y Servicio Lingüístico), Joachim Nagel (Crédito, Divisas y Mercados Financieros), Werner Mika (Personal), Yue Sung (Liquidación de Operaciones, Control de Riesgo y Custodia de Cuentas de Valores), Hans-Peter Glaab (Estadística), Willy Friedmann (Servicio de Estudios), Wolfgang Möerke (Relaciones Internacionales), Wilhelm Lipp (Contabilidad y Organización), Heinz-Günter Fuchs (Procesamiento de Datos), Jochen Metzger (Sistema de Pagos y Administración de Cuentas), Erich Löper (Banca y Reservas Mínimas), Wolfgang Söffner (Caja), Bernd Krauskopf (Servicios Jurídicos), Klaus-Dieter Hanagarth (Administración y Obras) y Andreas Weigold (Auditoría Interna).

(Información oficial, abril de 2008)

#### BANQUE DE FRANCE

*Gobernador:* Christian Noyer. *Primer Subgobernador:* Jean-Paul Redouin. *Segundo Subgobernador:* Jean-Pierre Landau. *Auditor General:* Alain Armand. *Directores Generales:* Didier Bruneel (Operaciones), Pierre Jaillet (Economía y Relaciones Internacionales) y Hervé Queva (Recursos Humanos). *Directores:* Hervé Le Guen (Asuntos Legales), George Peiffer (Organización y Sistemas de Información), Alain Duchateau (Internacional y Relaciones Europeas), Gerard Beduneau (Banca Internacional e Instituto de Finanzas), Jean-Claude Huyssen (Contabilidad), Aline Lunel (Auditoría Interna), Yvon Lucas (Sistema de Pagos), François Haas (Operaciones de Mercado) y Pierre Sicsic (Balanza de Pagos).

(Información oficial, abril de 2008)

#### SUPERINTENDENCIA DE BANCOS (GUATEMALA)

*Superintendente:* Édgar-Baltazar Barquín Durán. *Intendentes:* Víctor-Manuel Mancilla Castro (Coordinación Técnica), Eduardo-Efraín Garrido Prado (Supervisión), Hugo-Daniel Figueroa Estrada (Es-

tudios y Sistemas), Saulo de León Durán (Verificación Especial) y Julio-César Gálvez Díaz (Administrativo). *Asesor Jurídico General:* Víctor-Hugo Castillo Vásquez. *Directores de Departamento:* Carlos-Armando Pérez Ruiz (Supervisión A), Erika-Susana Vargas López (Supervisión B), Juan-Alberto Díaz López (Supervisión C), Hugo-Rafael Oroxom Mérida (Estudios), José-Alfredo Cándido Durón (Sistemas), José-Miguel Ramírez Peña (Recursos Humanos), Audie-Antonio Juárez Sánchez (Financiero y Servicios), Luis-Roberto Cajas Ramírez (Investigación y Desarrollo) y Susan-Paola Rojas (Verificación Especial).

(Información oficial, abril de 2008)

#### BANCA D'ITALIA

GOVERNING BOARD-DIRECTORATE. *Governor-Member:* Mario Draghi. *Director General-Member:* Fabrizio Saccomanni. *Deputy Directors Generals-Members:* Antonio Finocchiaro, Ignazio Visco and Giovanni Carosio. *General Council. Councils:* Gavino Pirri, Paolo Laterza, Rinaldo Marsano, Giampaolo de Ferra, Giordano Zucchi, Nicolò Scavone, Paolo Blasi, Stefano Possati, Cesare Mirabelli, Paolo De Feo, Ignazio Musu, Giovanni Montanari and Ludovico Passerin d'Entrevés. *Board of Auditors. Chairman:* Provasoli Angelo; *Auditors:* Giovanni Fiori, Elisabetta Gualandri, Gian Domenico Mosco and Dario Velo. *Auditors Alternate:* Lorenzo De Angelis and Sandro Sandri. *Advisors to the Governor:* Giancarlo Morcaldo (Economic Matters) and Francesco Maria Frasca (Economic Institutions). *Advisor to the Directorate on the Information Technology:* Alberto Mario Contessa. *Managing Directors:* Franco Passacantando (Central Banking and Markets and, *a. i.*, Payment System and Treasury Services), Anna Maria Tarantola (Banking and Financial Supervision and, *a. i.*, Accounting and Control), Salvatore Rossi (Economics, Research and International Relations), Matilde Carla Panzeri (Currency Circulation), Paolo Piccialli (Human and Technical Resources) and Mario Meloni (Organisation and Logistics). *Heads of Department:* Emerico Antonio Zautzik (Monetary and Exchange Rate Policy), Cosma Onorio Gelsomino (Asset Management), Fabrizio Palmisani (Payment System), Armando Pietroni (Treasury Services), vacant (Competition, Regulation and General Affairs), Claudio Clemente (Banking Supervision), Carlo Pisanti (Financial Supervision), Fabio Panetta (Economic Outlook and Monetary Policy), Daniele Franco (Structural Studies), Giorgio Gomel (International Economic Analysis and Relations), Luigi Federico

Signorini (Economic and Financial Statistics), Nunzio Minichiello (Banknote Printing), Rufino Renzetti Lorenzetti (General Cash), Claudio Del Core (General Secretariat), Valeria Sannucci (Personnel Management), Augusto Aponte (Personnel Rules and Remuneration), Carlo Chiesa (Information Technology), Enrico D'Onofrio (Credit and Financial Statistics), Olivia Brizzi (Organization), Fabrizio Rudel (Property), Riccardo Cito (Purchasing), Tulio Raganelli (Accounting), Mauro Michelangeli (Expenditure Analysis and Verification), Vieri Ceriani (Tax Department), Sandro Appetiti (Internal Auditing) and Marino Ottavio Perassi (Legal Services and Law Studies). *Representative Offices Abroad:* Silvio Capone (Bruxelles), Paolo Ciucci (Frankfurt), Stefano Carcascio (London), Marco Martella (New York), Antonio Fanna (Paris) and Pietro Ginefra (Tokyo).

*(Información oficial, abril de 2008)*

#### BANGKO SENTRAL NG PILIPINAS

*Governor:* Amando M. Tetangco, Jr. *Deputy Governors:* Nestor A. Espenilla, Jr. (Supervision & Examination Sector), Diwa C. Guinigundo (Monetary Stability Sector) and Armando L. Suratos (Resource Management Sector). *Assistant Governors:* Evelyn C. Avila (Comptrollership Sub-Sector; & Officer-In-Charge, Security Plant Complex), Rene N. Carreon (Monetary Operations Sub-Sector), Juan J. de Zuñiga, Jr. (General Counsel, Office of the General Counsel and Legal Services), Teresita O. Hatta (Systems and Methods Office) and Maria Dolores B. Yuvienco (Supervision and Examination Sub-Sector III). *Executive Director II:* Vicente S. Aquino (Anti-Money Laundering Council Secretariat). *Managing Directors:* Teresita S. Bulseco, *a. i.* (Information Technology Sub-Sector), Maria Aurora L. Cruz (Currency Management Sub-Sector), Celia M. Gonzalez (International Department), Maria Corazon J. Guerrero (Supervision & Examination Sub-Sector II), Maria Ramona Gertrudes D. T. Santiago (Treasury Department), Leny I. Silvestre (Supervision & Examination Sub-Sector I), Manuel H. Torres (Management Services Sub-Sector), Pedro P. Tordilla, Jr. (Regional Monetary Affairs Sub-Sector) and Maria Cyd N. Tũaño-Amador (Monetary Policy Sub-Sector). *Di-*

*rectors:* Rolando Alejandro Q. Agustin (Office of the Deputy Governor, Monetary Stability Sector), Geraldine C. Alag (Asset Management Department), Orlando B. Asiddao (Department of General Services), Dominador O. Asperilla (Human Resource Management Department), Willie S. Asto (Financial Accounting Department), Cesar L. Balan (BSP Davao Regional Office), Fernando B. Caballa (Integrated Supervision Department I), Elmore O. Capule (Deputy General Counsel, Office of the General Counsel & Legal Services), Alphew T. Cheng (Officer-In-Charge, Treasury Department), Antonio B. Cintura (Department of Economic Research), Alicia T. de Castro (Mint and Refinery Operations Department), Fe M. de la Cruz (Corporate Affairs Office), Vicente T. de Villa III (Supervisory Data Center), Ma. Odilia B. del Castillo (Administrative Services Department), Ma. Elnora G. Deus (Bangko Sentral ng Pilipinas Institute), Rosalinda S. Dumaliang (Officer-In-Charge, Department of Loans & Credit), Luis M. Ferrer Regional Monetary Affairs Sub-Sector), Gail U. Fule (Examination Department II), Victor G. Garlitos (Provident Fund Office), Edgar C. Gatumbato (Security, Investigation & Transport Department), Melpin A. Gonzaga (Deputy General Counsel, Office of the General Counsel & Legal Services), Norma F. Hernandez (Examination Department I), Eduardo L. Magahis (Procurement Office), Wilhelmina C. Mañalac (on secondment with the IMF, Corporate Planning Office), Editha L. Martin (Officer-In-Charge, Investor Relations Office), Rowena S. Martínez (Office of the Secretary, Monetary Board), Violeta F. Mejia (Currency Management Sub-Sector), Helen P. Montalbo (Corporate Planning Office), Lagrimas R. Nuqui (Internal Audit Office), Alfonso C. Penaco IV (Office of Special Investigation), Rolando A. Pinangat (Office of the Deputy Governor, Resource Management Sector), Primo B. Quetulio (BSP La Union Regional Office), Nestor B. Salanio (Banknotes & Securities Printing Department), Teodora I. San Pedro (Office of the Supervisory Policy Development), Bella S. Santos (Payments and Settlements Office), Iluminada T. Sicat (Department of Economic Statistics), Gerardo S. Tison (Human Resource Development Department), Edna C. Villa (Office of the Governor) and Lorenzo C. Zafico (BSP Cebu Regional Office).

*(Información oficial, abril de 2008)*



# Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2008

| <i>Actividad</i>   | <i>Instituciones copatrocinadoras<br/>Lugar y fecha</i>  |
|--|--|
| <i>Cursos y talleres</i>   |  |
| Taller Nacional de Actualización de Estrategia de Deuda y Nuevo Financiamiento | Debt Relief International (DRI)<br>Managua, 1º – 15 de abril   |
| Open Market Operations   | Banco Central de Barbados<br>Bridgetown, 7 – 11 de abril   |
| Contabilidad Nacional  | Instituto Nacional de Estadística (España) e Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (México)<br>México, D. F., 7 – 18 de abril                           |
| Monetary Policy in Small Open Economies  | Banco Central de Brasil<br>Brasilia, 15 – 18 de abril  |
| Sistemas de Pagos. una Visión Integral   | México, D. F., 21 – 25 de abril  |
| Contabilidad y Valoración de Instrumentos Financieros de Banca Central         | Banco de España<br>Madrid, 7 – 9 de mayo   |
| Estadísticas Monetarias y Financieras y Flujos de Fondos                       | Banco Central de Honduras<br>Tegucigalpa, 19 – 30 de mayo  |
| <i>Seminarios</i>  |  |
| I Seminario XBRL   | Banco Interamericano de Desarrollo, Banco de España (Eurosistema), Extensible Business Reporting Language (XBRL) y Banco Central del Uruguay<br>Montevideo, 17 – 18 de abril |
| Modernización e Inclusión Financiera en América Latina                         | Banco de México<br>México, D. F., 24 – 25 de abril   |

Canalización de Reservas a través de Cooperativas de Ahorro y Crédito en América Latina

Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisen- verband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas), FINANCOOP-Caja Central Cooperativa (Ecuador) y Federación de Asociaciones de Cooperativas de Ahorro y Crédito de El Salvador  
Quito, 14 – 15 de mayo

Planificación Estratégica en los Bancos Centrales Latinoamericanos

Banco de Guatemala  
La Antigua Guatemala, 20 – 21 de mayo

### *Reuniones*

IV Meeting of Central Bank monetary Policy Managers

Banco Central de Chile  
Santiago, 27 – 28 de marzo

Junta de Gobierno del CEMLA

Banco de Canadá  
Ottawa, 8 de mayo

XLV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano

Banco de Canadá  
Ottawa, 8 de mayo

LXXXV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España

Banco de Canadá  
Ottawa, 9 de mayo

### *Misiones*

Evaluación de la gestión de capital extranjero privado y asesoría para la implementación de las recomendaciones sobre cumplimiento de códigos de información internacionales

Debt Relief International (DRI)  
La Paz, 10 – 14 de marzo

Preparación del “Taller Nacional de Actualización de Estrategia de Deuda y Nuevo Financiamiento”

DRI  
Managua, 31 de marzo – 4 de abril

Misión a Honduras sobre la Herramienta de Evaluación de Gestión de Deuda

DRI  
Tegucigalpa, 21 – 25 de abril

## Publicaciones:

CEMLA (ed.)

*Estimación y uso de variables no observables en la región*

(Serie PROGRAMA DE INVESTIGACIÓN CONJUNTA)

Rodolfo de Jesús Haro García

*Metodologías para la estimación matemática de la matriz de insumo-producto simétrica*

(Serie ESTUDIOS)



El *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos* es una asociación regional de bancos centrales de América Latina y el Caribe. Además participan, como miembros colaboradores, bancos centrales extrarregionales, organismos supervisores y entidades financieras regionales. El principal cometido de la Institución es, desde 1952, la cooperación entre sus miembros para promover un mejor conocimiento de temas monetarios y financieros en la región. Entre sus modalidades de acción el Centro realiza actividades de capacitación, divulgación y estudios, así como programas plurianuales de asistencia técnica en áreas de infraestructura del sector financiero. Asimismo, el CEMLA actúa como secretaría técnica en las reuniones de gobernadores y técnicos de banca central de nuestra región.

El CEMLA ofrece regularmente desde 1955 publicaciones periódicas que, al cabo del año, pasan revista y analizan los principales temas financieros y monetarios que ocupan la atención de los bancos centrales de América Latina y el Caribe. En el *Boletín* se presentan temas actuales de interés general que reúnen a una amplia audiencia para mantenerla a la vanguardia en los principales debates en materia de teoría y política económica, monetaria y financiera. *Monetaria* y *Money Affairs* (publicaciones bilingüe y en inglés, respectivamente) difunden estudios elaborados por investigadores de bancos centrales, instituciones financieras internacionales, universidades y otras entidades académicas. En los artículos publicados predomina un enfoque teórico o cuantitativo sobre temas especializados en los campos financiero y monetario.

## BOLETÍN

*Suscripción anual: 80.00 dólares (América Latina y el Caribe: 50.00 dólares; estudiantes y maestros: 40.00 dólares). Ejemplar suelto: 22.00 dólares (América Latina y el Caribe: 15.00 dólares; estudiantes y maestros: 11.00 dólares).*

*Suscripciones y pedidos:*

*Aída Salinas Domínguez*

*CEMLA*

*Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (5255) 5061-6651*

*Telefax: (5255) 5061-6659*

*E-mail: publicaciones@cemla.org*

## MIEMBROS DEL CEMLA

### ASOCIADOS

|   |  |
|---|--|
| Banco Central de la República Argentina | Banco de Guatemala                       |
| Centrale Bank van Aruba                 | Bank of Guyana                           |
| Central Bank of the Bahamas             | Banque de la République d'Haïti          |
| Central Bank of Barbados                | Banco Central de Honduras                |
| Central Bank of Belize                  | Bank of Jamaica                          |
| Banco Central de Bolivia                | Banco de México                          |
| Banco Central do Brasil                 | Bank van de Nederlandse Antillen         |
| Eastern Caribbean Central Bank          | Banco Central de Nicaragua               |
| Cayman Islands Monetary Authority       | Banco Central del Paraguay               |
| Banco Central de Chile                  | Banco Central de Reserva del Perú        |
| Banco de la República (Colombia)        | Banco Central de la República Dominicana |
| Banco Central de Costa Rica             | Centrale Bank van Suriname               |
| Banco Central de Cuba                   | Central Bank of Trinidad and Tobago      |
| Banco Central del Ecuador               | Banco Central del Uruguay                |
| Banco Central de Reserva de El Salvador | Banco Central de Venezuela               |

### COLABORADORES

#### *Bancos centrales*

|   |                                      |
|---|--------------------------------------|
| Deutsche Bundesbank (Alemania)          | Banca d'Italia                       |
| Bank of Canada                          | De Nederlandsche Bank (Países Bajos) |
| Banco de España                         | Bangko Sentral ng Pilipinas          |
| Federal Reserve System (Estados Unidos) | Banco de Portugal                    |
| Banque de France                        | European Central Bank                |

#### *Otras instituciones*

|   |   |
|---|---|
| Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)        | Superintendencia de Bancos (República Dominicana)   |
| Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador) | Banco Centroamericano de Integración Económica  |
| Superintendencia de Bancos (Guatemala)                | Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.   |
| Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)      | Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas) |
| Superintendencia de Bancos (Panamá)                   | Fondo Latinoamericano de Reservas   |